

〔京都学園法学 2010年 第2号〕

## 《論 説》

## 企業買収と対象会社従業員との関係 (1)

原 弘 明<sup>\*</sup>

はじめに——本研究の目的と本稿の構成

## 第1編 問題提起

## 第1章 問題の所在

第1節 企業買収と企業組織再編の相違——概観

第2節 本稿の問題意識——対象会社従業員の処遇

第3節 「企業価値と株主の評価」の再検討

第4節 問題点の整理

## 第2編 基礎理論

## 第2章 日本における議論の推移

第1節 買収防衛策に従業員の利益を組み込むべきか

第2節 慎重論・批判説の台頭

第3節 企業価値研究会の立場

第4節 現在における議論の位相

第5節 まとめ (以上本号)

## 第3章 労働経済学と雇用法制の経済分析の現状

## 第4章 シェアホルダーとステークホルダー

## 第5章 中間的結論

## 第3編 比較法研究

## 第4編 私見

## 第5編 結論と今後の課題

---

\* hara-h@kyotogakuen.ac.jp

\* 補注：本稿では、米英2国の外国法文献を参照することがしばしばある。この場合、両国で文献引用法が異なることにどう対応するかが問題となり得るが、本稿ではひとまず、両国のローカルルールを尊重し、米国文献については米国式、英国文献については英国式の文献引用法を採用することとする。また、経済学関連の文献を渉猟する第2編第3章においても、同様の問題が発

## はじめに——本研究の目的と本稿の構成

### 1. 本研究の目的

本研究は、企業買収における対象会社（target; offeree）従業員の地位を保護あるいは担保するために、商事法にできることは何かについて、一般論的な試論を提示する研究である<sup>1)</sup>。

M&A は、企業コントロール権争奪を通じたコーポレート・ガバナンスの合理的な規律付けの手段として、法と経済学分野を中心にその必要性が強く主張された分野である<sup>2)</sup>。もっとも、当該現象、とりわけ敵対的企業買収に関する法規制は、法域によって大いにアプローチの差があることも、既に広い認識を得ているところである。

日本の当該法制は、デラウエア州判例法を主たる検討対象として、企業価値の増進につながる敵対的買収は「よい買収」として、原則として対象会社は防衛策をもって対抗することは適切でないとし、他方で企業価値を毀損する敵対的買収は「悪い買収」として、防衛策による対抗を是認する旨の、企業価値研究会の一連の報告書を軸に整備されてきた。判例も、スティール・パートナーズ対ブルドックス事件最高裁決定で、少なくとも部分的には、そのような

---

生するが、差し当たって同章では経済学一般の文献引用法に依拠することとする。

結果として、本稿は複数の文献引用法を混在させることになるが、読者の便宜を考えた結果である。ご了承頂きたい。

- 1) 対象会社従業員に範囲を限定する理由を簡潔に述べる。一般的に、企業買収における買収者が株式会社であった場合、その株価は買収の実行によって下がる傾向が認められている。そのため、実際に企業買収で影響を受けやすい「従業員」は、対象会社のそれではなく買収者のそれである可能性が一定程度認められる。

しかしながら、一般にかかる場合、買収者が株価の下落によって自社従業員に不利益な取り扱いを行うのであれば、これは買収者が適切な経営にかかる意思決定・執行をなしたことに起因するものであって、問題の焦点を企業買収に限る必然性はない。そのため、本稿では、企業買収の影響を外部から受ける対象会社に絞って、議論を進める。

なお、イギリスのシティ・コードにおいては、買収者が会社である場合、自社の従業員への配慮も定められていることについては、第3編第6章を参照。

- 2) See for example, FRANK EASTERBROOK & DANIEL FISCHEL, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW Chapters 5 & 7 (1991).
- 3) そのこと自体がよかったか否かの評価は、依然わかれるところである。参照、田中亘「企業価値研究会報告書の検討——デラウエアの影、そして影との戦い——」商事1851号（2008年）4頁。
- 4) 最決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁。調査官解説として、森富義明「判解」曹時62巻6号（2010年）1549頁。

立場を支持しているものと考えられている。

一方で、近時は防衛策の是認を前提としたデラウェア州の規制への疑問から、イギリスをはじめとする EU の法制を参考にしようとする試みも、かなりの程度有力になりつつあると評価できる。本稿筆者は、当該観点からの整理を試みた複数本の論説を既に公刊したところであるが、本研究は、そのような立場を<sup>5)</sup>推し進めるものではない。より発展的な企業組織再編・企業買収法制の問題点について、日本法における考え方について検討を加えるものである。

企業組織再編・企業買収は、当然のことながら、商法・会社法以外の様々な法領域との接点を有する。ごく大づかみに捉えても、租税法・<sup>6)</sup>労働法・<sup>7)</sup>市場法、<sup>8)</sup>国際私法・倒産法・信託法など、あらゆる法領域に影響を及ぼし、他方でそれらからの影響を受ける、極めて法横断的な現象といえる。<sup>9)</sup>本研究は、その中で、商事法と労働法との交錯領域である、企業買収における対象会社従業員の地位にスポットをあてる。

当該問題について正面から検討を加えた議論として、日本国内では Shleifer = Summers によるいわゆる「信頼の裏切り」(Breach of Trust)<sup>10)</sup>論が有名である。当該議論は必ずしもアメリカ国内で支持されている訳ではないし、日本においても田中亘の有力な批判によって、その実証的裏付けの乏しさが強く問題<sup>11)</sup>

5) 拙稿「米英企業買収法制の分岐点について——Armour & Skeel の分析を中心に——」九大法学98号(2009年)222頁以下 (<http://hdl.handle.net/2324/14732>にて入手可能。最終アクセス2010年10月31日。以下注記なき限りすべて同様)、同「イギリス M&A 法制の素描と日本法への示唆——Panel & City Code 体制を手がかりに——」同誌94号(2007年)450頁以下 (<http://hdl.handle.net/2324/11009>にて入手可能)。

6) 参照、渡辺徹也『企業組織再編成と課税』(弘文堂、2006年)。

7) 参照、菅野和夫=落合誠一編『会社分割をめぐる商法と労働法』(別冊商事法務236号、商事法務研究会、2001年)。

8) ただし本稿では、便宜上、商法・会社法と資本市場法を包括する概念として「商事法」概念を定立している。前2者と後者との関係については、論者によって見解が分かれるところであり、本稿では詳論することはない。

9) 正確に表現すれば、法学者が経済・社会的現象を各人の法分野で切り取って把握しているに過ぎないのであって、もともとらぶつ切りの法的論点の集合体として、企業買収なる法的現象が存在しているのではない。

10) Andrei Shleifer & Lawrence H. Summers, *Breach of Trust in Hostile Takeovers*, in *CORPORATE TAKEOVERS: CAUSES AND CONSEQUENCES* (Alan J. Auerbach (ed.) Chap. 2 (1988)).

11) 田中亘「敵対的買収に対する対抗策に関する覚書」武井一浩=中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略Ⅱ』(商事法務、2006年)245頁以下所収(初出:民商131巻4・5号、同6号)。

とされたところである。

遺憾ながら、本稿筆者も、同内容の研究をするに際して当然学界の強い要望（要求）を受けるであろう、実証研究の方法について、十分な知見を持ち合わせている訳ではない（詳細は、後述第2編第3章を参照）。そのため、本研究が提示できるのも、少なくとも論理的な破綻の少ない理論的な試論のうち、一般論の部分に止まることになる。これでは、田中らの Shleifer = Summers（とそれを受けた日本の論調）に対する批判について、実質的な応答ができていない。それでも、日本法において当該問題を理論的に整序して検討すること自体に意義があるものと考えて、本研究を発表する次第である。<sup>12)</sup>

第2次大戦直後の戦後復興期においては、例えば有泉亨や石井照久などのように、私法も労働法も研究対象とする有力な論者は少なくなかった。しかし、私的取引・組織を規律し発展させることを目的とし、合理的な法的判断のできる私人像を措定する民商法と、使用者に対する労働者の圧倒的な契約的・立場的な劣位を前提に、労働者保護を基本的な目的に据える労働法が、次第に間隙を広めていったことは、無理のない、むしろごく自然な事象であったと評価できる。また、各々の分野において理論的精緻化が必要であることも、論を俟たない。

しかしながら、その裏返しとして——どのような法領域であってもよく見られる現象であるが——複数の法領域が交錯し、あるいは接合する分野にかかる調整を要する問題への対処は、十分でなかったと言わざるを得ない。当該問題は、関係する法領域のスタンスやものの考え方の違いに対応して、さらに拡大する傾向にある。

前述のように、民商法とりわけ商事法と、労働法とでは、前提とする人間像からあらゆるものが異なっている。<sup>13)</sup>そのため、同じ民事法に属すると考えてよ

---

12) 計量経済学的な分析の視角を交えたより広範囲な実証研究については、将来的に経済学者との共同研究によって結実させたい。

13) もっとも、従来の民商法が前提としてきた経済学的な意味での合理的一般人像は、すでに経済学分野において、行動経済学などの発達により修正されつつある。なお、合理的一般人像やシンブルな理論モデルの利点について明確に説く文献として、たとえば、ステイーブン・シャベル（田中亘・飯田高訳）『法と経済学』（日本経済新聞出版社、2010年）第29章などを参照。

い法領域間の問題、たとえば商事法と倒産法との関係についてのそれよりも<sup>14)</sup>、法理論的解決が後回しにされてきた観を拭うことができない。

唯一、この点に関して意欲的な調整が図られたのが、会社分割制度導入時の労働契約承継にかかる法律の制定であったと評することができる。当該テーマについては、東大でシンポジウムが開催されるなど、意識的・意欲的な議論が<sup>15)</sup>図られてきた。このような議論がM&Aとりわけ企業買収においても同様になされるのであれば、本研究を進める理論的な意味でのメリットも、著しく減殺され、ほぼ無に帰することになろう。しかし、そのような研究は、現在のところ十分に進んでいるとは評価しがたい。そのため、Shleifer = Summersと同様の問題を孕んでいることを知りつつも、敢えて日本法における当該問題の再検討を行うに至ったものである。

## 2. 研究の手法について

もっとも、このような法領域横断的な研究は、十分な深みを得ない茫漠とした内容に陥りかねないリスクを常に伴う類のものである。そのため、研究手法については慎重な選択が必要となる。本稿では、以下のような手法を採用することとする。

まず、前提とする学説は、基本的に通説・多数説(とされているもの)、および判例法理が中心となる。これは、積極的な現状追認を意味するものではない。たとえば、シェアホルダー・モデルに対抗する概念としてのステークホルダー・モデル<sup>16)</sup>や、通常の労働法理論とは一線を画す、人格権的構成を中心とした理論枠組み<sup>17)</sup>を、もとより否定する趣旨ではない。初めから、商事法において

---

14) この点に関する近時の論文としては、たとえば後藤元「不実開示に対する会社の民事責任と倒産法——投資家の会社に対する損害賠償請求権の倒産手続における劣後化の是非(上)(下)」ジュリ1357号108頁、同1358号(ともに2008年)63頁がある。

15) その結論について、参照、菅野=落合編、前掲注7)。

16) もっとも、従来のシェアホルダー・モデルの論者は、株主以外の利益を完全に捨象した意味での株主利益を追求すべきだ、という極論を唱えていた訳ではない。この点に関しては、近時おおよそ理解の一致がある。詳しくは第2編第4章で検討している。

17) このような議論を展開する論者の概説書として、例えば西谷敏『労働法』(日本評論社、2008年)がある。

主たるアクターとは必ずしも認識されていない（対象会社）従業員にスポットをあてる本研究にとって、それらの議論は十分魅力的である可能性がある。

しかしながら、本稿のテーマにつき、試論を展開するに当たっては、一定程度多数の論者にとって共通の前提を採用することが、ある程度望ましい。なぜなら、当該試論を批判的に検討・検証するにあたって、当該試論の論者（本稿筆者を含む）が採用する前提が通説・判例から大幅に乖離したものであった場合、検討の俎上に上るまでに時間を要し、あるいは必要であるはずの検討・検証まで排除してしまう可能性が極めて高いからである。いつの時代にもパラダイム転換的な発想は必要であるし、その能力を有する論者は私見の試論を根底から覆すような代替論（alternative）を提示しうるものであると考えるが、まずは問題意識を共有できるような土壌を形成することを優先する。多数の支持を浴びているとはいえないが有力に主張される見解をどのように取り込んでいくかについては、今後の課題として先送りすることとする<sup>18)</sup>。

次に、基本的な分析軸は、商事法の側に設定することとする。このことの詳細は第1編第1章で述べるが、ここではその概要と、「商事法」概念の設定について述べる。

本稿筆者が当該研究テーマを博士学位論文執筆にあたって選択したもとの理由は、大要次のようなものであった。企業組織再編法制・企業買収法制と労働契約承継法制との調整にかかる法制度は、法域ごとに異なっている。例えば、EU圏においては、日本のように企業組織再編を細かく会社法的に認知することなく、全体として「企業譲渡」の概念でひとくくりとし、統一的な労働契約承継法制との調整にかかる問題として処理している。このような形態がベストな選択かどうかは、当該法域の様々な外的・内的要因により決されるべきであり、日本法においても同様の法制を敷くことは必然的帰結ではない。

しかし、日本の企業組織再編・企業買収法制において、対象企業の従業員の

---

18) 商事法部分についてより正確に表現するとすれば、従来の議論枠組み（たとえばステークホルダー論や企業の社会的責任論）から一義的に、本稿の問題意識に対する回答が得られるものではない、というべきであろうか。これらの議論については、第2編第4章で一瞥している。

処遇は、あまりにもまちまちである。<sup>19)</sup>すなわち、合併の場合は包括承継の原則に従って、原則として労働契約関係は全て吸収合併存続株式会社・新設合併設立株式会社に承継される。次に、事業譲渡の場合は、個別承継の原則に従って、原則として労働契約関係が承継されるかどうかは個別の契約の移転によって決されることになる。会社分割の場合は前述の通り、特別法によってやや細やかな対応がなされている。

ところが、企業コントロール権移転の一局面としての企業買収においては、株式保有割合の変化を通じて企業コントロール権が移転するのであるから、<sup>20)</sup>企業の組織が再編されるのではなく、あくまでも「株主の構成」が変化するのである。この現象を企業組織再編の一形態として何らかの形で把握できない限り、その組織法的フレームワークを基軸に契約承継を捉えてきた労働法サイドからは、当該問題にアプローチすることは極めて困難である。<sup>21)</sup>

しかしながら、この問題意識自体は現在でも正当と考えているものの、単位取得中間論文で採用した以下のような理論の流れは、以下に指摘する問題点を孕んでいたことを自認せざるを得ない。<sup>22)</sup>

中間論文の流れは、大要以下のようなものであった。解雇権濫用法理を法と経済学的に分析すると、その硬直性が労働市場に悪影響を与え、結果として新規採用の抑制や労働条件の不利益変更など、様々なよりソフトな形態の労働市場変化を生んでいる。そのことを真摯に受け止めると、解雇権濫用法理は、将来的にみて法的に安定的 (stable) なシステムではないと言わざるを得ない。それ故、冒頭に設定した問題を商事法的に規律する必要性も十分に認められる。

19) 以下では議論の便宜のため、株式会社のみを当事者として設定するが、本研究が及ぼす射程は必ずしもそれらのみに限られる訳ではない。

20) ただし、日本的な意味での企業買収概念は、基本的に株式の買収に限られ、アメリカのように資産 (asset) の買収をも含むものではない。この一事をとっても、アメリカ法を無批判に移入することは適切ではない。詳しくは後述第1編第1章注1)を参照。

21) このような問題意識は、米英などにおいても共有されているものである。See for example, Robert Upex and Michael Ryley, *TUPE: Law and Practice* (Jordans Publishing, 2006). 詳細は外国法検討に関する第3編を参照。

22) 拙稿「敵対的 M&A における従業員の地位について——使用人兼務取締役と従業員持株会を素材として——」未公開。



しかし、この議論は適切ではない。解雇権濫用法理の経済分析については、本稿でも改めて検討し、中間論文以降の議論の進展も踏まえてアップデートするが、当該法理が労働市場によくない影響を及ぼすものであることが仮に明らかであるとしても、それは当該法理が即時、あるいはある程度後の時期に廃棄されることを保障するものではない。解雇権濫用法理が日本の戦後労働法規において築いてきた確固たる地位を廃棄するためには、大きな労働法政策の転換という事態が必要不可欠であるが、当該転換は、当該法理の経済学的合理性と連動するものではない。<sup>23)</sup>それ故、解雇権濫用法理の廃棄を前提として立論することは、あまりにも自説に引き寄せた議論展開であり、十分な支持を得ることができないのはほぼ明らかであった。当該分野については、労働法学者・労働経済学者・法と経済学者などを中心とした、立法論的合理性のある結論を待つて、試論を展開するのが適切である。

そのため本稿では、商事法のパラダイムとしてあまり無理のない、企業価値概念を中心に据えた議論を展開する。具体的には、企業価値の増進・毀損と、その分配の問題を念頭に置いて、<sup>24)</sup>試論を展開する。

商事法概念は、本稿では商法・会社法と資本市場法を包括する概念として設定する。商法・会社法と資本市場法との相互関係については、かつては後者が前者の特別法であるとの認識がよく見られたところである。しかし、金融商品取引法に関する近時の議論においては、両者は別個の目的を有する法律であって、一般法・特別法の関係にあるものではない、という認識が、次第に広がりつつある。<sup>25)</sup>

---

23) もっとも、なぜ経済学的な実証データがとられているのに、その社会科学的合理性に対応して法律（学）が変わらないのか、その理由は自明ではない。これが、法と経済学（法の経済分析）にシンパシーを抱く、商事法・会社法学者の基本的な問題意識である。

ただし、解雇権濫用法理の経済分析においては、解雇権濫用法理全体の経済分析が行われていた訳ではないことにも注意が必要である。この点の詳細は、後述第2編第3章を参照。

24) 参照、拙稿「企業価値と株主の評価——類型化による問題点の整理——」法政76巻1・2号（2009年）61頁以下（<http://hdl.handle.net/2324/15602>にて入手可能）。ただし、同拙稿で示した企業価値概念の把握法が、計量経済学的な統計分析に十分なじむかは相当程度疑問である。第1編第1章第3節で再度検討している。

25) 参照、松尾直彦「金融商品取引法の役割と課題」商事1865号（2009）22頁、川村正幸編『テキストブック金融商品取引法』（中央経済社、2009年）5-6頁〔川村執筆〕。



従来から、「公開会社法」概念に立脚し、双方の法律の統一的把握を模索する議論もあったところであるが、<sup>26)</sup> 本稿の議論も、株式の買収によってコントロール権が移転することを前提とする以上、それが容易である、取引相場のある公開会社を念頭においたものである。当該状況に限定した場合、商法・会社法と資本市場法を統一した概念を定立するのが至便であるため、「商事法」として整理したものである。用語法として適切さを欠くとの指摘もあるが、本稿では便宜上、以上のような意味のタームとして「商事法」を用いることとする。

### 3. 本研究のオリジナリティについて

本稿が従来の研究に比して、どのような独自性を有するのかについても一言する。

従来、会社法と従業員の関係について論じた著作の多くは、コーポレート・ガバナンスにかかる分野を対象としたものであった。<sup>27)</sup> それらは会社・企業における従業員をより重視すべきか否かについて、主として企業統治・経営への従業員の参画という側面から論じたものであった。また、企業の社会的責任 (Corporate Social Responsibility) に関する一連の著作も、その志向する方向性は主としてコーポレート・ガバナンスへのインプリケーションを引きだそうとするものであって、<sup>28)</sup> また巨視的なものでもあった。

これに対して、本稿が設定する視点は、企業買収という異なった角度からのものである。前述の通り、日本では企業買収は株式の買収のみを指し、会社法上の組織再編行為として認識されていないから、その意味では組織再編の観点

26) 初期の代表的なものとして、参照、上村達男『会社法改革——公開株式会社法の構想——』（岩波書店、2001年）。現在の公開会社法に向けた動きに対する検討は種々あるが、たとえば、穴戸善一＝柳川範之＝大崎貞和『公開会社法を問う』（日本経済新聞出版社、2010年）などを参照。

27) 代表的なものとして、参照、稲上毅＝森淳二郎編『コーポレート・ガバナンスと従業員』（東洋経済新報社、2004年）。

28) ただし、ここでいうコーポレート・ガバナンス概念自体、すでにその外延が不明確であったという批判も真摯に受け止めるべきである。理論的な厳密さを重視すれば、エージェンシー・コストの最小化という観点によって、コーポレート・ガバナンス概念を枠づけることが最適であろう。参照、森田果「ファイナンスからみた企業買収」武井＝中山編著・前掲注11)225頁以下所収。

から論じたものでもない。あくまでも買収防衛策導入是非論が華やかだった当時の議論を出発点とし、また再考するものである。これは明らかに、コーポレート・ガバナンスを中心とした従来の研究と異なる。

もっとも、アメリカのように、企業買収を資産の買収も含めてより広く考え、企業コントロール権争奪の一局面として把握した場合には、コーポレート・ガバナンスと企業組織再編は接点を有することとなる。この意味では、従来のコーポレート・ガバナンスに関する蓄積された議論と無関係なものではない。ただ、両者は接合するものではあるが、論理的にリンクした制度設計となっている訳ではない。そのため、企業買収という別観点の、またよりミクロな視点から考察を図ることには、相応のオリジナリティが認められるものとする。

また、当初の問題意識と若干異なる点として、企業買収のうち株式の買収のみについて、労働契約承継との調整を行う法制度は、アメリカ、EUのいずれにも存在しない。そのため、企業組織再編と労働契約承継の調整にかかる試論を展開することと、企業買収と対象会社従業員との相互関係を商事法的に考察することとも、また異なる。本稿筆者は、前者の問題意識についてはEU型の統一的な問題処理が望ましいと考えるが、そのEU法制においても、企業買収はエアポケットとして存在している。この部分につき、基本的には労働法的に、補充的には商事法的に問題解決を図ろうとするのが、本研究の特徴である。

最後に、本稿では友好的企業買収も議論の射程に含むものとする。本稿第2編第2章で頻用する田中亘論文は、敵対的買収防衛策を批判的に検討する当時の議論の到達点であるが、内容上友好的買収に対する検討は原則として行われていない。本稿はこれも含む点で、田中論文に比して、特定部分に関しては広い領域をカバーするものである。

## 4. 本稿の構成

### 4-1 取り扱うテーマの範囲

本稿では、敵対的・友好的の別を問わず、広く企業買収と対象会社従業員の地位についての基礎理論的検討、および一般論的試論の呈示を行うこととする。

敵対的企業買収に限らない一番の理由は、日本における敵対的企業買収が極めてレアな存在であるためであるが、友好的企業買収についての議論の整理も、会社法・商事法サイドからすれば一定程度有益であると判断したからである。実際には、企業組織再編や企業買収に関しては、敵対的・友好的の別を問わず、解雇権濫用法理を中心として労働法上の強行法規的規制が相当程度及ぶこととなる。企業買収の場合も、労働契約承継に関する問題は生じないが、解雇権の濫用に関する一般規定の適用は当然にある。そのため、労働法の知識も併有する会社法学者の相当数は、企業買収によって何らかの従業員の地位に関する不利益が及ぶとしても、最終的なセーフティ・ネットとしての労働法的規制で処理すればよい、というスタンスにあるといつてよい。本稿の重要な課題のひとつは、そのような労働法的規制でカバーされない企業買収のケースを、一定程度整理することにあると考える。そのため、敵対的・友好的の別を問わないこととした。

#### 4-2 研究の手法

敵対的企業買収という現象は、早く見積もっても1950年代以降に顕在化した、極めて歴史の浅いものである。また、友好的企業買収に内在する従業員の処遇問題は、実際には企業買収というスキームを用いるために発生するものではなく、組織再編一般でも同様の現象が起こりうるものである。そのため、詳細な歴史的検討を行うことは、基本的にしない。この点で、従来の伝統的な法律学の研究とは、かなり手法を異にすることとなる。

次に、比較法的検討の対象は、米国・英国の法制とする。現在の日本における企業買収法制において援用され、あるいは参照・脚光の的となっているのはこの2国であり、EU諸国内では一定程度共通の処理がなされていることも併せ考えると、さしあたり両国との比較が重要となるためである。ただし、先述のとおり、本稿のテーマは商事法（会社法）・労働法の法横断的領域であるため、両国の労働法にかかる制度枠組みも理解しつつ、慎重に議論を進める必要があることは、もちろんである。

また、企業のステークホルダーとしての従業員の地位を検討するにあたっては、経済学の中で発展した、労働経済学分野の知見を参照するほか、会社法の<sup>29)</sup>経済分析においても頻繁に検討されてきた、解雇権濫用法理の経済分析にかかる知見も検討することとする。前者については第2編第3章で、後者についても、本研究の対象領域にかかる経済分析の困難性を一瞥した同章の一部として、それぞれ検討することとする。

### 4-3 章立てについて

第1章は、第1編「問題提起」として整理し、本稿の問題意識を敷衍して述べる。

第2章から第5章までは、第2編「基礎理論」として整理される。

まず、第2章では、従来の日本における、本稿のテーマにかかる学説の推移を概観する。初期のものは敵対的買収への防衛策として、従業員の保護を考慮すべき、という論調のものが多いが、田中亘の論稿によって、理論的精緻化の必要が強く意識され、その後は劇的な議論の進展が見られなくなる、という構造が明らかになる。

第3章では、ステークホルダー・モデルを検討する前提として、従業員がいかなるステーク（利害関係）を有しているか、労働経済学の理論を概観・検討する。古典的な残余財産分配請求権者（residual claimant[s]）としての株主と比して、従業員はなお安定的な契約を企業と締結することができているのであろうか。ここでは、労働経済学がいかなる議論をしているかについて検討する。また、解雇権濫用法理を中心とする雇用法制については、長年にわたり経済学者からの批判・異論が絶えないところである。同章後半では、雇用市場・法制を法と経済学の観点から検討するこれまでの議論について、法律学と経済学との間で十分かみ合わなかった部分の指摘も併せて、検討することとする。

---

29) 中馬宏之「『解雇権濫用法理』の経済分析——雇用契約理論の視点から」三輪芳朗＝神田秀樹＝柳川範之編『会社法の経済学』（東京大学出版会、1998年）425頁を嚆矢として展開された。詳しくは本稿第2編第3章を参照。

第4章では、ステークホルダー・モデル模索の動きと、従来のシェアホルダー・モデルからみた現状認識に関する、日本の状況を検証する。ステークホルダー・モデルや(C)SRの議論は、従来のシェアホルダー・モデルを打破するに至っているのだろうか。経済学的アプローチをとって従来の事実認識の再考を迫る論稿も含めて、再検討する。

第5章は、従来の立場、すなわちシェアホルダー・モデルを基軸としつつ、なお商事法(会社法)の立場から、本稿の問題を検討すべきことを確認する章である。

第6章・第7章は、第3編「比較法的検討」として整理される。

第6章は、イギリスの検討である。前述の通り、成文で従業員配慮の立場を打ち出しているにもかかわらず、イギリスは本稿のテーマについて必ずしも積極的な態度に出ていない。その意味するところは何か。そして、企業組織再編を労働契約承継法制と結びつけて一括処理することのメリット・デメリットは何か、といった点について、議論を整理する。

第7章は、企業買収先進国アメリカの検討である。様々な意味で有名になった Shleifer = Summers の「信頼の裏切り」理論が眼目としていたことは一体何であったのか、そもそもその背景として、かの国の労働法事情はどのようなになっているのか、このような問題を扱った他の議論はどのようなものがあるのか、といった点を検討する。

第8章は第4編として、上述の検討を通じて導出した本稿筆者の試論を示す。そして、第9章を第5編として、結論と今後の課題を本稿筆者なりにまとめ、本稿を総括することとする。

\* 本稿は、筆者が九州大学大学院法学府に提出した同タイトルの博士学位論文に、必要な程度の加除・補筆を施したものである。また、平成21年度科学研究費補助金(若手研究・スタートアップ)、平成22年度同補助金(研究活動スタート支援)(課題番号21830078)による研究成果の一部でもある。

## 第1編 問題提起

### 第1章 問題の所在

#### 第1節 企業買収と企業組織再編の相違——概観

##### 第1款 企業買収の法的特性

現在においても、企業の合併・買収を総称して、M&A (Merger & Acquisition) という略称が用いられることは極めて多い。企業コントロール権移転の形態として、対象会社株主と公開買付けを用いる買収者との間の契約関係を想定した場合、一般にその手法は「株式」の買収に限られるから、これらをひとくくりにして扱う必然性は、必ずしもない。しかし、広い意味での「財産」を買収することも同様の概念として整理した場合には、この M&A という包括概念には、それなりの合理性が認められる<sup>1)</sup>。

なぜなら、実際に世界中で生起する M&A の大部分は、実際には友好的 (friendly) なものであって、その場合、合併契約の締結も株式の譲渡も、実体

---

1) ただし、伊藤廸子 = Michael O. Braun 監修『アメリカの M&A 取引の実務』(有斐閣, 2009 年) 90 頁以下は、取引のストラクチャーとして資産買収・株式買収・合併の 3 類型を挙げるが、そこでは事業譲渡は「資産買収」に分類され (91 頁注 15)), 米国法上の merger は吸収合併に該当する (100 頁注 21)) と整理されるなど (ただし、新設合併 consolidation と合わせた概念としては、日本の合併ときわめて近いとされている), 日本語で M&A を「企業の合併・買収」と単純に訳すことが適切でない面も否めない。同じく実務家の手による、秋山真也編著『米国 M&A 法概説』(商事法務, 2009 年) 7 頁以下も参照。このような理解から、企業買収概念と公開買付法制とを区別して論じるものとして、たとえば、志谷匡史「企業買収規制のあり方」商事 1907 号 (2010 年) 5 頁がある。

また、実務家による連載である「M&A と組織再編 (1) ~ (12・完)」商事 1884 号 4 頁・1885 号 (以上 2009 年) 19 頁・1888 号 44 頁・1889 号 30 頁・1891 号 30 頁・1893 号 35 頁・1895 号 49 頁・1898 号 89 頁・1900 号 58 頁・1903 号 38 頁・1906 号 122 頁・1909 号 (以上 2010 年) 11 頁は、本論点に関する実務家の視点をより深く表すものであり、注目される。

企業組織再編にかかる法の変遷を考察するに際しては、今後、中東正文「要望の顕現——組織再編」中東正文 = 松井秀征編著『会社法の選択——新しい社会の会社法を求めて』(商事法務, 2010 年) 257 頁が、頻用されるべきであろう。

2) 日本においては、少なくとも現在に至るまで、敵対的企業買収の成功例と認知されたケースは、ほとんど皆無に等しい。2000 年から 07 年までの、上場企業に対する敵対的 TOB の一覧は、蟻川靖浩 = 光定洋介「日本企業の買収防衛策導入と株主価値への影響」宮島英昭編『企業統治分析のフロンティア』(早稲田大学 21 世紀 COE 叢書第 9 巻, 日本評論社, 2008 年) 165 頁, 168 頁表 7-1 でみることができる。また、その後の敵対的 TOB の成功例としても、2007 年 12 月に、投資会社 ケン・エンタープライズが、東証 2 部上場のソリッドグループホールディングスを傘下におさめ

としては極めて近接した状況になることが多いからである。

しかしながら、日本法におけるいわゆる企業の組織再編は、合併・事業譲渡・会社分割・株式交換・株式移転を指す概念であって、株式所有(者)の変更のみが生じる企業買収は、法律上この概念の中に含まれない。

それは、当該対象企業の組織に改変が生じるのではなく、あくまでも当該対象企業の株主構成が変化するのみであるからである<sup>3)</sup>。その後、経営戦略として何らかの企業組織再編が行われるとしても、それは企業買収後の当該対象企業の「合理化」「効率化」を狙ったものであって、株式の買収そのものから論理的あるいは法的に必然に生じるものではない。

## 第2款 企業コントロール権移転

そもそも、経済理論上企業コントロール権(Corporate Control Rights)の移転として通常想定されてきたのは、敵対的な公開買付けと委任状勧誘合戦(proxy fight)<sup>4)</sup>であった。この二者はいずれも、企業の意思決定機関である株主総会においてマジョリティを占めるための方法として認知されているものであって、企業組織再編と理論的な包含関係にあるものではない。

もっとも、日本法においては、委任状を相当程度集めた上で、株主が合併の提案をなし、特別決議で可決することによって、合併を実現することは理論上想定しうる。その意味でも、実際に合併と買収をどの程度截然と区別するのが

---

た例がある程度ようである。参照、花崎正晴『企業金融とコーポレート・ガバナンス——情報と制度からのアプローチ』(東京大学出版会、2008年)37頁注32)。計量経済学的分析の対象となった公開買付けのほとんどすべてが友好的買収であったことに言及した、山下友信ほか「シンポジウム」私法72号(2010年)68-69頁(井上光太郎発言)も併せて参照。

現在までの日本におけるM&Aにかかるデータベースとしては、レコフ・データのものが網羅的である。現在はインターネット媒体で有償提供されている。

3) このような指摘は、本稿の問題を実務的に扱った、高谷知佐子編『M&Aの労務ガイドブック』(第2版、中央経済社、2009年)54頁以下でも示されている。株主構成が変わるだけの組織再編行為としては、株式交換・株式移転もこれに該当する。

M&Aにかかる労働法上の問題について、実務の観点から論じた先行文献としては、戸田暁「M&A 労働法」西村総合法律事務所編『M&A 法大全』(商事法務、2001年)731頁がある。企業買収・企業組織再編にかかる労働法実務の問題を取り上げた最近の解説書としては、徳住堅治『企業組織再編と労働契約』(問題解決労働法9、旬報社、2009年)がある。

4) 歴史的には、委任状勧誘合戦が先に用いられ始めたが、必ずしも効率的な方法ではなかったため、公開買付けに主流がシフトしたというのが実際のようである。



適切かについては、議論が分かれうるところであろう。

### 第3款 企業買収と合併との問題点のズレ

#### 第1項 総説

もっとも、第2款において述べた内容にもかかわらず、第1款に述べた法的な性質の差異から、いわゆる M&A としてひとくくりにされている合併・買収において起こりうる法律問題は、相当程度齟齬を生じることとなる。本稿が扱う、対象会社従業員の取扱い<sup>5)</sup>もその一つと認知されうるが、ここでどのような問題点のズレが発生するかを、株主・債権者について整理しておく。

#### 第2項 株主の保護

日本法においては、合併の場合、特に吸収合併消滅株式会社の株主の保護が問題となる。合併に反対の株主については一定の手続を踏んだ場合、株式買取請求権が発生する。平成17年商法改正による文言の変更の結果として、現行法においては株式買取請求権は、合併によって生じるシナジーを反映させた「公正な価格」によって処理されるという見解が一般的である<sup>6)</sup>。もっともこの場合においても、合併自体には反対しないが、合併比率等の経済的条件が不当であるとして、当該吸収合併存続株式会社の株主としては居座りたいが、「公正な価格」による株式買取請求権の行使に甘んじることをよしとしない株主の処遇<sup>7)</sup>という、非常に困難な問題を生ぜしめることは周知の通りである。

---

5) なお注記するが、ここで「従業員」のタームを用いるのは、会社法を含む商事法学上この用語がもっとも一般的であるためである。法律（学）一般としては、定義規定が労働法規上存在する「労働者」概念を用いた方が検討範囲が明確になる利点を無視できないが（ただし、労働法内部でも労働基準法、労働契約法、労働組合法など法律によって細かく定義が異なることに注意すべきである）、読者の便宜を重視した結果である。

なお、労働法（学）においても「企業（組織）」概念が必ずしも明確でないことについては、石田眞「労働市場と企業組織」石田＝大塚直編『労働と環境』（早稲田大学21世紀 COE 叢書第6巻、日本評論社、2008年）12頁以下、石田「企業組織と労働法——変動の歴史と課題——」季労206号（2004年）14頁以下を参照。

6) 直近の論文として、たとえば神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事1879号（2009年）433頁を参照。

7) これは本稿の主たる関心事ではないので一言するに止めるが、このような場合に当該企業に残る利益なるものが、経済的に算定し得ないものであるかどうかは疑わしいし、合併比率の不公平自体を合併無効事由として認めるべき、とした主唱者であった龍田節の見解について、当時は会社831条1項3号に相当する規定がなかったための主張であって、現在においては龍田自身が体

他方、敵対的公開買付けの場合においては、いわゆる締め出し (squeeze-out; freeze-out) への懸念から、強圧的な (coercive) 公開買付けに対する対象会社株主の保護がとくに問題とされる。強圧的な公開買付けは実際には極めて広範囲において起きうる現象であり、いわゆる二段階買収に限って問題となるものではない<sup>8)</sup>が、理論上考慮を払うべき問題であることにはあまり異論のないところである<sup>9)</sup>。

もっとも、後者については、実際に統計学・計量経済学的に分析した場合、従来の株価に対するプレミアムを対象会社株主が得ているという評価が一般的であって、常に対象会社株主が不利益を被っているという認識は正確でないようである<sup>10)</sup>。そのため、現在の問題関心は、公開買付けに応じない少数株主の保

---

系書において当該無効主張につき触れていないことから、認める必要がないと考えているのではないか、という再整理も行われているところである。たとえば、伊藤靖史「合併比率への不満と株主」法教348号(2009年)25頁以下参照。ただし、神田秀樹『会社法〔第12版〕』(弘文堂, 2010年)318頁注7)はこれをお認める立場にある。

8) 飯田秀総「公開買付け規制における対象会社株主の保護」法協123巻5号(2006年)912頁以下。

9) もとより、日本法のように既に買収防衛策の是認という法スキームを採用する法域において、どの程度現実的かつ整合的かはさておき、全部買付義務の境界 (threshold) となる割合を引き下げるといふ対応も当然ありうる。直近の経済学者の手による文献の例として、参照、井上光太郎「TOB (公開買付け) と少数株主利益」商事1874号(2009年)34頁。その運用次第では、イギリス法のように、株主の同意を得ないままの公開買付抑制行為の禁止則を導入することによって、事実上防衛策の余地をなくし、公開買付けの制限を義務的公開買付け・全部買付義務に統一する方向性は、制度移行のコストは別論、なお日本法においても否定されていないとも見うる。

ただし、その方向性は、本稿筆者が後に呈示する問題意識に関しては、あまりよい解とならない可能性がある。イギリスでは、後述のとおり、2006年会社法、シティ・コードの双方に、従業員への配慮に関する明文規定があるものの、事実上用いられていない。株主中心主義 (shareholder-oriented) な姿勢は、反対に解することができる明文規定を持つ国でも、なお維持されているのである。ただし、この理由については、第3編第6章で一定程度立ち入って検討するが、実際には制度自体の問題ではなく、プラクティスが確立していないというのがサーベイの結果であった。

10) 一方で、企業買収の場合、買収者が株式会社であると、買収者の株価はマイナスに触れることが多いという実証分析が一般的である。これは法的な問題というよりは、買収の経済的効果にかかる問題であるから、ここでは立ち入らない。See, for example, G. Jarrell, J. Brickley & J. Netter, *The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence since 1980*, 2 JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVES 49 (1988).

ただし、この問題を推し進めると、「企業買収と従業員」というテーマにとって本稿の問題意識よりさらに重要なのは、実は「買収者〔である会社〕の従業員」の側である、という帰結が得られるかも知れない。この点については、本稿でカバーすることはできない。今後の課題とするが、会社法上は買収者たる会社の経営陣の経営判断、労働法上は解雇権濫用法理の問題として整理され、一般原則を修正する必要はないのではないかと考える。買収者たる会社については、株主構成も経営陣も、買収という 이슈 に影響されないか、影響されるとしても一般的な経営判断の失敗と同列にとらえられるからである。ただし、細かく考えれば、企業買収に出たこと自体の注意義務の幅あるいは高低に、他の経営判断と異なる基準が用いられる (べき) かもしれない。

イギリスでは買収者が会社である場合には、当該買収者の従業員への配慮も求められていることについては、第3編第6章を参照。

護に向かっていると評しうる。

### 第3項 債権者の保護

日本法においては、合併は包括承継であるため、一部の会社分割においてみられるように、意図的に会社分割存続株式会社の一部の債務を残し、会社分割新設株式会社に優良資産のみを移転させるという方式をとることは、原則としてできない。そのため、基本的に合併の場合においては、債権者を従前以上に保護する必要性はないこととなる。

ただし、やや込み入った問題として、これは友好的な場合が多いだろうが、救済目的の合併の場合、吸収合併存続株式会社の債権者の地位が、従前より悪くなる可能性は否定できない。

他方、企業買収の場合は、特に LBO (Leveraged Buy Out) の場合を念頭において、対象会社債権者の地位が悪化する懸念が、絶えず指摘されてきた。これに対しては、LBO であっても効率化の阻害要因とならない場合、つまり企業価値が増進する場合においては、特に制限の必要はない、とするのが、企業価値研究会の立場でもあり、またそれを理論的に制限する理由も見あたらない。<sup>11)</sup> 他方で、ニッポン放送事件東京高決が傍論で述べたような場合には、対象企業は買収防衛策を導入・発動できると解してよいものとされているが、これはまさに企業価値が毀損される蓋然性の高いケースを念頭に置いたものであって、それ以上に LBO を区別取り扱いする趣旨であると理解する必然性はない。

ただし、LBO の原資とされるレバレッジが、従来正当に認められた対象会社債権者や他のステークホルダーからの、必要以上の収奪・利益移転によるものである場合には、LBO を制限する余地はあり得るものと思われるが、そのメカニズムがどのようになっているかを理論的・実証的に把握することが、不可欠の作業となろう。

---

11) 東京高決平成17年3月23日判時1899号56頁。原審決定東京地決平成17年3月11日判タ1173号143頁、異議審決定東京地決平成17年3月16日判タ1173号140頁。

## 第2節 本稿の問題意識——対象会社従業員の処遇

### 第1款 企業組織再編・企業買収と労働契約承継法制

他方、今まで詳述しなかった本稿の問題意識は、タイトルのとおり、対象会社従業員の処遇という問題である。

日本法においてこれが問題となるのは、本章第1節第1款で述べたような企業組織再編と企業買収との法的性格の相違に加えて、企業組織再編法制と労働契約承継法制との調整が、前者の法的性質に従う形で再編形態別に処遇されていることに起因する。後に述べるように、このような整理を行わず企業組織再編について統一的な労働契約承継法制を整えているEU法においても、株式の譲渡による企業買収はその対象に組み入れられていない。そのため、この問題は洋の東西を問わず、発生する可能性がある問題であるが、ここではまず、日本法がどのような整理を行っているか確認しておく。

日本では、対象会社従業員の労働契約が承継されるかは、企業組織再編が包括承継の原則・個別承継の原則のいずれを採用しているかによって、演繹的に決定されている。すなわち、合併の場合は会社法上包括承継とされているため、従業員には選択権なく原則として労働契約も全部承継される。事業譲渡の場合は個別承継とされているため、従業員の労働契約が承継されるかも、個別の契約関係によって処理される。<sup>12)</sup>

平成11年商法改正で導入された会社分割制度においては、当時から労働契約承継法制との調整にかかる問題が積極的に議論されてきた。<sup>13)</sup>それが結実したのが、いわゆる労働契約承継法である。<sup>14)</sup>ただし、同法も内容から明らかな通り、

---

12) 少なくとも通説によれば、そのように処理される。ただし、事業譲渡に関する従前の研究では、この前提を再考するものも相当数あった。詳細は、山下眞弘「商法学からみた企業合同と労働契約関係——商法的解決の限界と労働法学上の問題——」『会社営業譲渡の法理』（信山社、1997年）297頁（初出：島大法学26号）及び引用されている各文献を参照。

13) その例として、菅野和夫＝落合誠編『会社分割をめぐる商法と労働法』（別冊商事法務236号、商事法務研究会、2001年）がある。本稿でもたびたび参照する。

14) 正式名称は、「会社分割に伴う労働契約の承継等に関する法律」（平成12年法律第103号）である。平成17年改正前は「会社の分割に伴う労働契約の承継等に関する法律」であった。

なお、労働契約承継法でも、分割対象たる事業に主として従事する従業員は、吸収分割承継会

従業員にあらゆる権限を付与したものではない。分割される部門に属するか否かによって、処遇に段階を設けてある点が特殊であり、従業員に完全なる承継請求権・承継拒否権が認められている訳ではないが、一定程度きめ細やかな立法と評することが可能である。

株式交換・株式移転は、いわゆる100% 親子会社関係を形成するための再編法制であるから、従業員の処遇にかかる問題はさほど起こらない<sup>15)</sup>。

このように、實際上問題となり得るのは合併・事業譲渡・会社分割の3 類型であるが、これらの場合、いずれも従業員の処遇に関しては、会社法上の性質から演繹的に決定されているか、特別法により類型化されるという相違がある。

一方で、前述の通り企業買収はあくまでも株主構成が変化するのみであるから、そのことのみから法律上直接的に、従業員の処遇に変化が起こることは予定されていない<sup>16)</sup>。この点で、企業組織再編とは様相を異にする訳である。

## 第2 款 企業買収の場合何が問題か

では、会社法上組織再編として整理されていない企業買収において、なぜ従業員の処遇を問題にする必要があるのか。大きくいって、理由は以下の3 つある。

---

社に自動承継され、拒否権がない。分割対象たる事業に従事していない従業員は、承継されない。このように拒否権・承継主張権が確保されていない労働契約承継法には、主として労働法学から、立法論的な批判が絶えないところである。労働契約承継法上の交渉義務に絡んで地位確認の訴えが提起された興味深い事例として、最判平成22年7月12日裁時1511号5頁（最高裁ウェブ掲載）

（第1 審横浜地判平成19年5月29日判タ1272号224頁、控訴審東京高判平成20年6月26日判時2026号150頁）がある。結論においては、いずれの審級においても請求は棄却されている。上告審の検討として、岩出誠「会社分割に伴う労働契約継承手続と同手続違反の効果——日本アイ・ビー・エム上告事件——」商事1915号（2010年）4頁がある。

- 15) もっとも、企業グループ間での従業員の所属を変更する際には、これらの企業組織再編スキームが利用される可能性は否定できない。網羅的な把握が困難であることも事実であり、本稿では本格的な検討に至らなかった。
- 16) 本稿では検討対象から除外するが、包括承継である合併においても、退職勧奨、労働条件の不利益変更、変更解約告知などが利用・実施される可能性は否定できない。菅野和夫『労働法〔第9 版〕』（弘文堂、2010年）467-75頁は、それ以外に、労働条件の統一、とりわけ労働協約・就業規則による労働条件の変更、従業員の再配置のための配転・出向を問題としている。合併された企業の労働条件が、労働条件の統一などの理由によって変更されることについては、労働法上は認められており、また労働法マターである。

1 つは、労働法上の把握の困難性である。会社法上の企業組織再編に該当する場合は、当該規定群で定められた手続の履行があるため、労働法上も企業がどのような組織再編を行っているか法的に認知することが十分可能である。もとより、現在のように合併・事業譲渡・会社分割の形態によって、労働契約承継の対応を異にする法制が好ましいか否かは別問題であるが、会社分割類似の法規を制定してすべて特別法で規律することも、法政策上は不可能ではない。もちろん、それが商事法（学）的に適切か否かは慎重な検討が必要である。

一方で、企業買収の場合は株主構成が変化するのみであるから、そこで「仮に」傾向的に従業員の労働契約に不利益変更が起こるとしても、労働法的にそれを認知することは困難である。会社法学的にも、企業のコントロール権が移転するという現象を一律の基準をもって判断することは、容易なことではないが、それを労働法的に認知することはより至難である、というものである。<sup>17)</sup>

公開買付価格の維持が保証されない法制度の下で公開買付けの強圧性の問題が発生する場合、企業の適正な株価を判断できないまま株主が公開買付けに応募するという局面などでは、株主の冷静な判断が行われることなく企業コントロール権が移転することもありうる。このような場合に買収者が対象会社株主に限らず対象会社従業員の取扱いも悪くするという必然性はないが、そのような可能性が傾向的に見られるとすれば、コントロール権移転をひとつのメルク

17) いわゆる支配株主（controlling shareholder）にかかる議論は、この判断ができることを前提としているのだから、会社法・商事法サイドとしては、不可能ということはできない。ただし、会社法上の実質支配基準を考えればわかるように、基準として一義的に明確なものが提示できない可能性も高い。

実際に、イギリスにおける企業譲渡と労働契約承継との関係を規律する TUPE においては、企業買収をその範疇に入れようとする議論があるものの、コントロール権移転の定義が難しいことから実現していない。第3編第6章参照。

18) 参照、笠原武朗「少数株主の締出し」森淳二郎＝上村達男編『会社法における主要論点の評論』（中央経済社、2006年）129頁以下、同「全部取得条項付種類株式制度の利用の限界」黒沼悦郎＝藤田友敬編『企業法の理論（上）』（江頭還暦，商事法務，2007年）233頁以下。ただし、現在の株式買取請求権および全部取得条項付種類株式の価格決定の申立てにかかる一連の判例・裁判例の動きからすれば、この問題は発展的に解消されるかもしれない。

アメリカ諸州の反企業買収立法において、強圧的な2段階買収を防止するため、公正価格による買付けを義務づけるものがあること、およびデラウェア州判例法との比較検討については、第3編第7章を参照のこと。



マールにすることは、不合理な判断方法ではないかもしれない。

2つめに、これは買収防衛策スキームのアレンジメントにもよる話であるが、ブルドック型ライツ・プランを忠実に移植した場合には、対象企業から相当額の金員等取得対価が流出することが挙げられる。現在の一般的見解は、ライツ・プランを導入・発動する際にも、買収者に対して「撤退可能性」を確保していれば、金員の交付は必須要件でないという点で基本的に一致している。<sup>19)</sup>しかし、政策論としての妥当性は別論、ブルドックのように有事導入・発動の形態を採れば、事実上買収者に撤退可能性は認められず、相当対価の交付が不可避であると考えられる。<sup>20)</sup>この場合、少なくとも法律上、経営陣が人員削減等の「合理化」を選択する可能性は排除できない。それに対して、買収防衛策の導入・発動に賛成した多数の株主が賛同するかは問題であるが、従業員が解雇権の濫用を主張した場合に、労働法上確実に救済が得られる保証はない。多分に採用するスキームの問題であるが、一応検討に値する課題である。

いま1つは、企業組織再編の一定形態と事実上の目的・効果が極めて近似している場合の、制度上の不整合の問題である。たとえば、友好的な吸収合併と友好的な企業買収を比較してみよう。この場合「友好的」というタームは、対象会社経営陣が当該合併・企業買収に反対の意思を表明していないことを指すから、その内容が経営陣以外の関係者からみて適切かどうかは判断基準とならない。仮にこの場合、合併の手法をとると、前述の通り労働契約は包括承継され、そこでの不当な解雇等は労働法上制限される。一方で企業買収の形態をとった場合は、株主構成が変化するだけで、企業組織上は何らの影響がないことになるから、仮にその後従業員が不利益取扱いを受けたとしても、それ以上に労働法的な介入は困難である。先に挙げた第1の現象は、企業組織再編という

---

19) 参照、神田秀樹ほか「〈座談会〉企業価値研究会報告書と今後の買収防衛策のあり方〔上〕」商事1842号（2008年）11頁〔新原浩朗発言〕（当該報告書は、政策論としては、対価の交付を組み込んだ買収防衛策の設計を推奨していないという意味だとする）、田中亘「ブルドックソース事件の法的検討」別冊商事法務編集部編『ブルドックソース事件の法的検討——買収防衛策に関する裁判経過と意義——』（商事法務研究会、2007年）22-23頁。

20) ブルドックの場合は、当該年度に大幅な赤字を計上せざるを得なかった。朝日新聞2007年11月17日付朝刊参照。



形式の労働法上の認知困難性と表現できるが、ここで挙げた第3の現象は、組織再編の利用によって生じる問題を回避するための脱法的対応に対する、労働法的な対処の困難性の問題といえる。

第3款 企業買収を特別扱いすべき問題か——本稿の議論の射程の整理と共に

もとより、第3の現象は、企業買収によらずとも事業譲渡のスキームを用いれば基本的に同様の効果を得ることができ、もともと従業員<sup>21)</sup>の労働契約承継という観点からみれば企業組織再編法制内でも相互調整がついていない分野であることはその通りである。これは、基本的には包括的な企業組織再編と労働契約承継との調整にかかる法制度の構築という、一定程度パラダイムシフトを要求するような問題であって、本稿でかかる試論を展開するほど、本稿筆者が定見をもっているものでもない。この問題は、おそらく本稿筆者の単独研究では十分な検討の出来ない、大きなテーマであると考え。将来的な課題として、今回は問題の指摘に止める。

より商事法的に問題なのは、企業買収の局面をことさら重視しなければならない理由はあるのか、という点である。少なくとも大規模公開会社において株主構成が変化することは、株式会社形態を採用する以上は常に予定されている現象である。また、企業が効率性を追求する中で、「合理化」の一環として従

21) 同様の指摘として、参照、柳川範之ほか「〈座談会〉企業統治の未来を語る」経済セミナー648号(2009年)56頁、64頁以下〔大内伸哉発言〕。なお、企業組織再編と労働法との関係については、道幸哲也「企業組織再編と労使関係法」石田＝大塚編・前掲注5)103頁以下のほか、本久洋一「親子会社と労働法」同書86頁以下も参照。

労働契約承継法制定時の議論に関する、岡崎淳一「会社の分割に伴う労働契約の承継等に関する法律——その成立の経緯と論点——」菅野＝落合編・前掲注13)72頁、75頁以下によると、同法制定時の国会審議でも、営業譲渡(現在の事業譲渡)に関する立法的手当の必要性が主張されたようである。もっとも、当時は従業員が事業譲受人に労働契約承継されるに際しては、民法625条の個別同意が必要であるし、判例法理も整っているから、という理由で、特段の立法措置はとられなかった。これは譲受人に「移りたくない」と考える従業員の保護としては必要十分な考え方であったとしても、脱法的な事業譲渡の実施により「移りたい」従業員を移らせない、という事業譲渡の問題点への解決にはならなかった。上述の意味で、会社分割法制整備時には十分な議論にならなかった事業譲渡と労働契約承継にかかる問題は、現在は再検討の余地があると評せよう。

なお、現在の法制の下で親子会社関係が絡む場合にも、様々な労働法との交錯分野にかかる法律問題が生起するが、本稿では対象会社を1つの企業と指定する。

業員の雇用を制限したり、あるいは労働条件を不利益変更したりすることは、これも常に否定しきれない現象である。

これが従業員（労働者）の人格権などの観点から問題であるかどうかについては、ここでは到底論じ尽くすことができない<sup>22)</sup>。そのような思考を会社法に取り込むことも、一朝一夕にできることではないと考えるし、少なくとも本稿筆者は、これに関しても定見をもつに至っていない。そのため、この方向での議論の純化は、本稿では行わないこととする。

企業買収を特別扱いすべきか否かという問題の判断の分かれ目は、私見によれば以下のような点にあると考える。

(1) 企業買収時に対象会社従業員の処遇が悪化する傾向が統計学・計量経済学的にみて顕著であると考えられるか

仮にそのような傾向が明らかに存在するとなれば、問題の発端がどこにあるかを計量分析によって探った上で、その点にかかる法的な問題点の解消、という観点から、議論を進めることには十分な合理性がある。

これは、社会科学の一分野として法律学が存在していることに鑑みれば、極めて科学的合理性に富んだ分析手法であるが、本稿段階ではこれを行うには至っていない。その理由は、以下のとおりである。

まず、日本国内において、現在に至るまで、敵対的な企業買収が成功した例が基本的に見あらず、少なくとも敵対的なそれにスポットを絞った場合、計量分析の対象となるサンプルが皆無である以上、実証すること自体が不可能である。

次に、友好的な企業買収を含めるというアプローチも当然ながら考えられるが、本研究は単独研究であるところ、遺憾ながら、本稿筆者は現在のところ、単独でサンプルを収集した上で、計量分析をなす能力を有していない<sup>23)</sup>。

---

22) 直近の文献として、上村達男「会社法から憲法へ——控えめな質問と期待」法時81巻5号（2009年）35頁以下、阪口正二郎「憲法から会社法へ——ささやかな応答」同誌同号39頁以下、さらに諏訪康雄「憲法学にとって労働法は周辺か」同誌同号74頁以下、南野森「憲法と労働法——『働く人』の権利を守るために」同誌同号79頁以下も参照。

23) なお、解雇権濫用法理を中心とする、雇用市場・雇用法制の計量分析の困難性については、第2編第3章で整理して論じている。

以上の点から、計量分析を加えた本研究での一般論の検証作業は、将来的に統計学者・計量経済学的分析に長けた経済学者との共同研究で結実させたいと考える。つまるところ、本稿が行うのは、理論的一般論の呈示に止まることとなる。

もっとも、ここで海外のかかる計量分析を援用することは、十分にあってよい。むしろ、望ましいことである。ただし、そこで得られた結論をそのまま日本に移入できるかについては、若干のハードルが存在する。詳しくは第6章で検討するが、結論だけを先述すると、アメリカにおける外部労働市場の発達に比して、日本においては従前から内部労働市場が発達したことの裏返しとして、また、解雇権濫用法理<sup>24)</sup>の判例法理としての確定および成文化によって、従業員の処遇の不利益変更が企業で内部処理されている可能性を、少なく見積もることができない。また、レイオフのように可視的な処理がなされているとも言い難いため、日本で同様の計量分析を行うのには様々なハードルがあり、日本のデータを解釈するにあたっても慎重を期す必要がある、ということである。外国法の比較研究によって得られるインプリケーションは、本稿に関しては、必ずしも多くはない。また、それを容易に移入できないことも、いうまでもない。

(2) 日本においては企業買収を特別扱いすべき論理的必要性が高いか

上述(1)のように、本問題は労働法上の解雇規制に関する厳格な規律のため、問題が可視的でない (invisible) 状態になっている可能性は決して否定できない。この場合、計量分析的にみれば必ずしも明らかでない事象についても、法的問題として認知した上で検討する価値は、少なくとも理論上は存在する。<sup>25)</sup>

24) 労働契約法16条。

なお、期間の定めのある労働契約にも、解雇権濫用法理が類推適用されるとする、「雇止め」法理も判例法上確立している。民集登載判例としては、いわゆる東芝柳町工場事件判決（最判昭和49年7月22日民集28巻5号927頁）があり、著名な判例としては、いわゆる日立メディコ事件判決（最判昭和61年12月4日判時1221号134頁）がある。もっとも、これらの判例の相互関係については、労働法学上議論のあるところである。

25) ただし、言うまでもないことであるが、(社会)科学としての法学を構築するためには、少なくともそのような事象が存在しうる理論的可能性を十分に説明する必要がある。そのためには、当該事象がなぜ客観的データに現れないか、具体的には、なぜ有意な相関関係を可視的に検証できないか、といったことの説明が必要である。

仮に、そのような事象こそが法(学)的解決を要する事象であるとするならば、実証研究的な統計学的・計量経済学的分析とは一線を画する法律学の在り方を、そこに見出すことができるか

また、第2編第5章で再論するが、ここで理論的にありうるストーリーを緻密に呈示することは、将来的な計量分析の際に用いる変数やデータ採取の在り方について、計量分析の専門家と協議・共同研究するための事前準備としての意味も併有する。そのため、本稿筆者は、少なくとも論理的に破綻のないストーリーを事前に呈示すること自体にも、一定程度の意義を見出すものである。

どのような場合に判断権者の不合理な判断の蓋然性が高いといえるだろうか。日本においては、企業の最終意思決定権者としての株主（総会）が企業買収防衛策に関する意思決定も行うという、法制導入に当たって参照された米デラウェア州法とは異質の枠組みが（少なくとも一部）採用されている。

企業買収の経済的構造については周知の通りであり、本稿でも確認事項として第2編第2章で簡潔に検討するに止めるが、元来「所有と経営の分離」構造<sup>26)</sup>が想定していたのは、専門的な経営にかかる意思決定は、経営のプロフェッショナルである経営陣に任せる、という枠組みである。その枠組み上、プリンシパル（principal）としての株主とエージェント（agent）としての経営陣との間にエージェンシー・コスト（agency cost）が発生することが不可避であるため、エージェンシー・コストを抑制する一つの方策として敵対的企業買収（hostile takeover）<sup>27)</sup>が機能する、というのが前提であった。

上述のような内容から日本法を理解しようとすると、公開買付けへの応募の有無、および防衛策の導入・発動の可否という2段階において、株主は買収者への賛否を問われるという二重構造を有していることとなる。

このことの合理性については既に議論の集積があり、ここで付け加えること

---

もしれない。また、「病理」的なケースである判例・裁判例のケース・スタディも、このような面から独自性を認めうるかもしれない。しかし、そのようなレア・ケースを前提として一般的法ルールを画定する方式には、なお慎重さが必要である。本稿に関係するこのような帰納法的アプローチとしては、たとえば、第2編第2章でしばしば引用する松中学論文がある。

26) See generally, A. A. BERLE & G. C. MEANS, THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY (1932).

27) エージェンシー問題を3つの類型に分けて、法域間にまたがった会社法制の検討をする著名な概説書として、REINIER KRAAKMAN et al., ANATOMY OF CORPORATE LAW (2<sup>nd</sup> Ed., 2009) がある。この整理法が、理論経済学・計量経済学の手法でコーポレート・ガバナンスという問題に取り組むに際しては、もっとも明確なものである。

はない。ただし、通常、TOB への応募が多ければ買収者の敵対的 TOB は成功し、TOB への応募が少なければ失敗するはずであるが、一定の場合にさらに企業が防衛策の導入・発動を株主総会に求めることが実際にある。

問題は、この２段階目の株主の判断において、企業全体としてみると効率的な買収であっても、株主にとっては不利益である場合、株主が防衛策を導入・発動する理論的可能性を排除できないことにある。

ブルドックソース事件最高裁決定は、このようなプロセスに関しては、手続的正義が踏まれていることと、前提事実の認識に重大な瑕疵がないことを重視しているように読める。<sup>28)</sup>そのため、買収防衛策の是非に関する裁判所の判断は、相当程度株主総会のそれを尊重する枠組みと考えられる。

このこと自体は、敵対的企業買収において、経営陣が保身に走る可能性、換言すればきわめて高い利益相反状況が出現するため、株主と経営陣とのエージェンシー問題が非常に大きいものになることからすれば、エージェンシー・コストを極小化する方策としては、十分ありうところである。<sup>29)</sup>

ただしこの場合、問題とすべきは、どのような場合に傾向的に株主総会は判断を誤る（あるいは適切な判断をできなくなる）蓋然性が高いか、という種類の抽出である。つまり、裁判所が株主総会の判断を適法・違法のいずれに判断するか<sup>30)</sup>の分析基軸を、事例の集積前にある程度用意しておくことが、ブルドック最決以降の判例の動向の基軸となる、という発想である。株主の利益の増分が少ないか、あるいは企業全体としての利益の方向性と株主とのそれが反対方向を向いている場合などには、この蓋然性が高まる、ということになりそうである。

---

28) 詳しくは、拙稿「企業価値と株主の評価——類型化による問題点の整理——」法政76巻1・2号(2009年)61頁以下参照。この考え方は、行政法における裁量の逸脱・濫用の有無の判定基準に類似しており、法分野を問わない一般的な準則のひとつと見てよいものかもしれない。あるいは、会議体の一般原則として整理することもできるだろう。

29) もっともエージェンシー・コストの抑制のために敵対的企業買収が規律メカニズムとして作用することを重視すれば、なおこの局面で株主が経営陣を押さえ込む理由は、必ずしも十分ではないかもしれない。

30) 拙稿・前掲注28)は、このような方向からの類型化の試みであった。後述第3節において、この自説を再検討している。

#### 第4款 コーポレート・ガバナンスとの関係

しかし、この議論も十分ではないかもしれない。確かに、有限会社法を取り込んだ平成17年会社法においても、取締役会設置会社たる株式会社の業務に関する意思決定の多くは、取締役会がこれをなすこととなっており、株主総会が直接的に意思決定の場に登場することは、少なくともデフォルトの規定群においては必ずしも多くない。

しかしながら、日本法においては、米デラウェア州法と異なる特徴として、定款変更による取締役会から株主総会への権限委譲が原則無制限に認められる、という点が挙げられる。実際に、「手続的正義」の一要素として、株主自身が企業の帰趨を判断していること自体を考慮に入れるとするならば、デフォルトの規定群にもかかわらず、企業の意思決定のうち企業買収にかかるものは、おおよそ定款変更して権限委譲することが常道ということにもなりうる。

経営の効率化・迅速化という要求と相反するようなこれらの行動は、現在日本で最高裁によって認められた買収防衛策がブルドック型ライツ・プランに限られることからすれば、相当程度合理的なものともいえる。他方、他のコーポレート・ガバナンスにかかる意思決定事項で、広く株主総会への権限委譲が行われている分野は、そう多くはない。

このような、法的構造と事実的な現象とが相まって、日本の企業買収においては株主総会の判断の機会が多くなっている。他方で、企業価値研究会は先の報告書で、取締役会が買収者との交渉役として重要な役割を果たすことを強調し、全てを株主総会に安易に委ねることを、強く戒めている。

株主の判断によって、敵対的企業買収における経営陣の利益相反的地位を極力排除し、エージェンシー・コストを最小化する戦略自体に誤りはない。ただそのためには、判断材料を経営陣が適切に提供することが重要となるし、このような利益相反的局面が全面に出ない他のコーポレート・ガバナンスに関する諸問題においても、同様にあらゆる事項が株主総会に権限委譲されるという現象が起こることは、やや非現実的な想定であろう。ここに、企業買収の局面をコーポレート・ガバナンスの諸問題と比して特別扱いする理由があるといえる。

### 第3節 「企業価値と株主の評価」<sup>31)</sup>の再検討

#### 第1款 当該議論の長所と短所<sup>32)</sup>

上記拙稿に示した議論は、少なくとも建設的ではなかった一部の議論を整理する役割があったと自認している。

もっとも、理論的な最大の難点は、キャッシュフローの割引現在価値としての企業価値の分配がいかななされているかを、統計学・計量経済学的に分析することの困難性である。

株主価値と企業価値を区分して理解することは、ブルドック最決の正確な理解につながる可能性はあるものの、株価という最も客観的に認識しやすい指標をそのまま用いること自体を否定する、「諸刃の剣」的な理解である。

この類の議論は、経営学サイドからは比較的違和感なく受け入れられる可能性がある一方で、計量分析を中心とした実証主義的な経済学や、それらを援用する「科学」性の強い法律学サイドからは、相当程度の抵抗を受ける可能性が高い。

以下では、上記拙稿を補足するための議論を展開する。

#### 第2款 パイの取り分に関する理論的整理

##### 第1項 増加するパイの分析

現在一般的にセミ・ストロングと理解されている日本の株式市場においては、過去および現在の企業に関する情報が、すべて当該企業の株価に反映されている、とするのが、一般的見解である<sup>33)</sup>。買収者がこれより高い公開買付価格を設定する場合、強圧的買収によって超過コストを回収するというルートも考えられるが、そのルート以上に、当該企業の株価が一定程度過小評価されており、

---

31) 拙稿・前掲注28)。

32) この部分は、拙稿の「おわりに」の部分の再検討し、新たに執筆したものである。

33) いわゆる効率資本市場仮説にかかる議論においても、ストロングな市場の存在を主張するものは多数とはいえない。概説書として、たとえば、リチャード・ブリーリー＝スチュワート・マイヤーズ＝フランクリン・アレン（藤井眞理子＝国枝繁樹監訳）『コーポレート・ファイナンス上〔第8版〕』（日経BP社、2007年）第13章などを参照。



買収者は経営効率化によって株価をさらに押し上げるというルートを想定するのが一般である。この場合、公開買付成立後の利潤については、持株比率に応じて剰余金配当がなされ、他のステークホルダーには各々の会社との契約条件に応じた利益が分配されるが、これも通常の企業と特に変わることはない。

さしあたり増加するパイとして想定しうるのは2つある。ひとつは公開買付けに応じた株主が得るプレミアムであって、もうひとつは公開買付成立後の利潤である。

## 第2項 パイの分配法の理論的分析

公開買付けにおけるプレミアムの出所は、買収者が支出する資金等の財産か、LBOの形態をとれば対象会社の資産となるはずである。「よい買収」である以上LBOをことさら排除する理由はないから、買収者が企業価値を押し下げような資金調達をしない限り、当該企業が従来に比してマイナスの評価を受ける可能性は、相当程度低くなる。この場合問題とすべきは、企業価値がマイナスになるような「悪い買収」はもちろん、「よい買収」であっても、それによる増分を超過する利益を、株主が独占する事態である。

これは一見、プレミアム発生のしわ寄せを受ける従業員の労働法上の地位の不利益変更として、労働法的に整理すれば片付く問題であるようにも見える。しかし、ことはそれほど容易でない可能性がある。

第3章で後述する企業特殊的人的資本概念や「暗黙の契約」論によれば、従業員も当該企業に特殊な人的資本となるべく受ける教育訓練にかかる費用を、一部負担していることとなる。これを截然と計算することは難しいし、もちろんそれによって得られるのはオン・バランスな資本でもない。仮にそのような概念が成立しうるという前提を採用した場合、この（比喩的な意味での）投資にかかる投下資本の回収は、いかにして確保されるべきであろうか。

あくまでも理論的な考え方に過ぎないが、理想的には、株主の出資と、従業員の企業特殊的人的資本投資負担分とを比較して、その比率に応じてパイの増

---

34) もとより網羅的な類型ではないが、ニッポン放送事件東京高決は、この類型を一部明らかにしていると整理できる。

分を分配するのが解決法として合理的である。<sup>35)</sup> この場合、株主が最劣後権者としての残余財産分配請求権者である以上は、なおかかる人的資本投資を特別視する必要はない、との批判が考えられる。しかし、後述するように<sup>36)</sup>、株主の地位の特殊性は、不完備契約当事者であることと、最劣後権者であることの両面から成立している。企業が倒産に追い込まれた場合、資本投資額に対する弁済率がきわめて低くなる点では、従業員の人的資本投資部分も何ら株主と変わるところはないし、投資額が明確でない点ではむしろ株主より不利である。

労働法的に認知できる従業員の会社に対する金銭債権は、あくまでも賃金債権である。企業が倒産するに際して労働法あるいは民事法上特別取り扱いを受けるのは、既発生 of 賃金債権に限られ、上述の意味での投資が実際にあったとしても、それを労働法上保護する手立てはない。

もっとも、理論的には以上のような整理ができるとしても、実際に企業特殊の人的資本（投資）なるものが存在するかについては必ずしも明らかでないし、<sup>37)</sup> 仮に認められるとしても計算は至難である。また、この問題は、企業が倒産の危機に瀕した場合に普遍的に妥当するものであって、企業買収について区別取扱いをする十分な根拠はない。そこで、若干穏健に考えて、企業価値の増分（マイナスの場合もありうる）を超えて株主が利得する構造については、可及的に商事法が解決すべき課題である、と把握し直すこととする。<sup>38)</sup>

### 第3項 なお残る課題

以上のように整理したとしても、結局のところ企業特殊の人的資本（投資）概念は不明確であることに変わりはない。オフ・バランスであることは疑いのない事実であるし、また営業権を指す旧来の意味での「のれん」のように、包

35) 一般債権者などは、会社が倒産状態に陥らない限り、基本的には元本・金利相当額を確実に回収できる存在であって、企業価値が増進・毀損された場合にも、影響を受けないのが原則である。そのため、本節の以下の議論からは捨象する。

もっとも、本文のような見解は、株主の出資額と、従業員の企業特殊の人的資本投資額とが、額に比例した価値を有することを前提としている。この考え方には、異論もありうるところである。詳細は第2編第3章で論ずる。

36) シェアホルダー・モデルとステークホルダー・モデルにかかる、第2編第4章を参照。

37) 後述第2編第3章参照。

38) 結論としては、なお前掲拙稿を維持している。

括的に記載すればオン・バランスとなる訳でもない。現在の学説や企業価値研究会の立場は、この存在が重要であれば、経営陣は株主に対して雄弁に説明しなければならない、というものであって、理論上の誤りはないものの、企業特殊的人的資本（投資）については、さらなるサーベイが必要であろう。

以上が、既発表の拙稿に関するコメントである。

#### 第4節 問題点の整理

##### 第1款 敵対的・友好的買収、企業価値の増減による区分

上述した企業価値の増減にかかる問題の多くは、敵対的買収に限って問題となる。もっとも、企業価値の増減と、敵対的・友好的の区分すなわち対象会社取締役会の意向とは、取締役の利益相反的地位と相まって一致する保証はない。つまり、友好的買収であっても、取締役らが自己保身的な目的から賛成を表明しているだけであって、企業価値を毀損するものである可能性は排除できない。①企業価値を毀損する敵対的買収、②企業価値を毀損する友好的買収、③企業価値を増進させる敵対的買収、④企業価値を増進させる友好的買収の4カテゴリに分けた場合、②が現実に存在し得ないとはいえないのである。<sup>39)</sup>

それはその通りであるが、②のような場合、仮に本稿が想定するような大規模上場企業であれば、株主は公開買付けに応募しなければ済む話である。それ以上の対処を商法上行うという発想自体、基本的には賛同しがたい。また、③の場合、企業価値の増減を基準として念頭に置けば、基本的に商法上の制約原理は働かない。

また、企業価値の増減という発想が商法になじむのに対して、敵対的か友好的かという区分は、特定の局面においては労働法とも親和的である。特に、「友好的」というレベルを超えて、対象会社と買収者たる会社とが結託したに等しい場合、労働法規制の脱法目的で企業買収が行われる可能性があることは、すでに指摘した通りである。

---

39) このような整理を企業価値の観点からより細かく整理したのが、前掲拙稿である。

つまり、少なくとも理論的レベルにおいては、<sup>40)</sup> 商事法を軸足にして検討する本稿においては、企業価値概念を中心に把握すべきであるが、労働法脱法目的の実務を商事法学者にも認識させるためには、敵対的・友好的の区分も併用する必要がある。

基礎理論および比較法研究の後に展開される試論においては、この整理を採用し、敵対的・友好的買収であるか否かのみならず、企業価値が増進・毀損されるかについても、併せて類型化に利用することとする。

## 第2款 理論的整理の意義

従来の敵対的買収に対する防衛策に関する議論のうち、対象会社従業員の重要性を主張する見解が田中亘によって強く批判されたのは、「母法」たるアメリカ法について、実証研究上当該理論が支持されなかったことにあった。当該領域についてそれでもなお理論的検討をすることに意義がないとはいえないが、現在のところ、そこでいくら仮説を提示したとしても、十分な実証的裏付けがとれる見込みがないため、議論は下火になっているのである。

これに対して、友好的企業買収については、類似する企業組織再編において、労働法の脱法目的での利用が判例（≡イベント・スタディ）により明らかになっている。企業組織再編について労働契約承継法制が整備されることになった暁には、この利用（濫用）現象が企業買収にシフトする可能性は、理論的にはあり得るところであるかもしれない。そのような仮定の下では、現時点では友好的企業買収について本稿の視点から問題分析・検討を行うことには意義が認められるだろう。そのような議論をするに当たっては、

- (1) 従来の企業組織再編ではどのような濫用形態があったか
- (2) それらが企業買収にシフトする可能性はどのような場合に現実化するか
- (3) 企業買収にシフトした場合の対処法はどうか

という整理をするのが適切であると考える。このような前提に立った試論であ

---

40) そのような類型化に基づいて細かく論じる実益があるか否か、というレベルにおいては、実証的裏付けが不可欠である。

れば、十分に展開する価値があると、本稿筆者は考えるものである。

## 第2編 基礎理論

### 第2章 日本における理論の推移

#### 第1節 買収防衛策に従業員の利益を組み込むべきか

##### 第1款 買収防衛策前史<sup>1)</sup>

日本において企業買収が企業の「乗っ取り」として認知されていた時代には、多くの場合買収者はいわゆるグリーン・メーラーの類であるか、高値売り抜け目的があるという認識が一般的であった<sup>2)</sup>。

そのため、長く裁判例実務でこの問題を処理するに当たって用いられた、いわゆる主要目的<sup>3)</sup>のルールは、実際には買収者の顔をみて判断する内実があったとされてもいる<sup>4)</sup>。

当該ルールは、形式的にみれば仮処分申請者たる債権者が主張する不公正な新株・新株予約権の第三者割当ての「目的」と、反対の主張立証活動をなす会社側の「目的」とのバランスによって判断されるものであるから、明らかに資金調達など会社側の主張する「目的」がないと判断されるレアな局面<sup>5)</sup>では明確

---

1) なお、平成17年改正前商法下の状況も含めた網羅的な素描として、野田輝久「敵対的買収防衛策の変遷と法規制」稲葉威雄＝尾崎安央編『改正史から読み解く会社法の論点』（中央経済社、2008年）347頁以下が便宜である。

2) たとえば、江頭憲治郎ほか「シンポジウム」武井一浩＝太田洋＝中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略』（商事法務、2004年）263頁〔江頭発言〕などを参照。

3) 裁判例の分析も含めて、江頭憲治郎『株式会社法〔第3版〕』（有斐閣、2009年）700-01頁、江頭憲治郎＝門口正人編集代表『会社法大系4（組織再編・会社訴訟・会社非訟・解散・清算）』（青林書院、2008年）182頁〔戸井川岩夫執筆〕などを参照。最近の検討として、松中学「主要目的のルールの検討——主要目的ルールとは何か、そしてなぜ裁判所はそれを採用したのか——」（2・完）『阪法57巻6号（2008年）135頁、58巻1号（2008年）87頁がある。

4) 江頭ほか・前掲注2）262頁〔江頭発言〕。

5) たとえばニッポン放送事件東京高決がこれにあたる。また、この問題に関連してさらに議論になった点として、資金調達目的を直接構成することが困難な新株予約権についても、主要目的のルールを適用できるか、という論点があった。予測可能性の低いルールであることが露呈した、一つの側面であった。大杉謙一のニッポン放送事件に関する、「新株予約権が有事に友好的な株主に第三者割当てで発行されたため、従来の新株の第三者割当てについての判例法（主要目的

な判断基準となりうるものの、「目的」が複数併存する（と見る）場合には、基本的には厳格に運用することも、緩く運用することもいずれも可能である。そして前述した江頭の指摘のように、実際には裁判所が落としどころを先に決定した上でルールを適用していたのだとすれば、実際には表現どおりのルール（準則）としては機能していなかった、というのが、従来のおおよその理解であったと思われる。<sup>6)</sup>

本稿筆者は、この主要目的ルールがルールとして形骸化しつつも維持された

---

ルール）の延長で不公正発行可否かを論じることが可能であった」という説明も参照（同・平成17年度重判解（ジュリ1313号）115頁）。ただし、松中・前掲注3）が新株の第三者割当てと新株予約権のそれとを区別しない方向を明示していることにも注意。

なお、平成17年改正前商法においても、新株予約権の行使条件に差別的条項を設けることも可能とするのが当時の立案担当者見解であった。原田見治編著『平成13年商法改正 Q&A 株式制度の改善・会社運営の電子化』（商事法務、2002年）58頁。

- 6) その運用実態について検討したが、松中・前掲注3）である。松中は、裁判所が会社支配権ルールの価値判断を回避するための手段として主要目的ルールの採用が合理的であったことを指摘し、裁判例を丹念に検討し、裁判所が会社支配権争奪の局面に踏み込んだ判断をする方向にシフトしてきたことを論証する。彼の分析によれば、仮処分の疎明に対応して債務者である会社が対抗する主張をした場合で、その内容に一応の合理性がある場合には、相当程度柔軟に仮処分を排除する力学が働いており、その相当数は資金調達に言及していたのも事実であるが、資金調達というカテゴリに特に着目していたのではないとされる。

従来の主要目的ルールに関する学説が、資金調達目的はおよそ否定できないとして当該ルールの無機能性・不透明さを批判していたのは、松中によれば正確ではなかった。裁判例は資金調達目的に固執していたと評価することはできない。本稿本文はこの分析を考慮に入れ、従来の主要目的ルールは、少なくとも資金調達目的と他の目的との優位性を比較するものではなかったことを盛り込んだ記述にしている。

実務上当該問題を議論する際に問題なのは、新株・新株予約権発行差止請求は、仮処分手続（非訟）・差止請求訴訟のいずれでも実現可能な点にあるかもしれない（東京地方裁判所商事研究会編『類型別会社訴訟〔第2版〕』（判例タイムズ社、2008年）569頁以下が扱うのは、あくまでも後者の本案訴訟手続である）。訴訟手続においては原告が要証事実について本証に成功しなければすべて請求は棄却される。一方で非訟手続における債権者・債務者の疎明（民保13条2項）レベルについては、疎明責任が債権者にあることにはほぼ争いがないものの、債務者の反対方向の主張立証活動の取り扱いについては、必ずしも明確でないように思われる。福永有利『民事執行法・民事保全法』（有斐閣、2007年）260頁、上原敏夫ほか『民事執行・保全法〔第2版〕』（有斐閣、2006年）268頁〔長谷部由起子執筆〕などを参照。本証・反証のように立証活動のレベルが明確でなく、疎明とその反対活動とを比較衡量しやすい非訟システムが、債務者たる会社に有利な判断を導出する一因かもしれない。「規範的要件」概念を用いて検討する、大杉謙一「株式の大量取得行為に対する法的規制のあり方」黒沼悦郎＝藤田友敬編『企業法の理論〔下〕』（江頭憲厩、商事法務、2007年）1頁、32頁も参照。この説明が的を射ているのは、規範的要件のようにとらえた場合、疎明（評価根拠事実）と反対方向の立証活動（評価障害事実）とを同レベルのものとして比較できる点にある。直近の詳細な検討として、吉垣実「会社関係の保全事件の現状と課題——民事手続法の視点から」法時82巻12号（2010年）37頁、特に40-41頁が参考になる。

主要目的ルールの実効化の試みとして、松井秀征「取締役の新株発行権限（1）（2・完）」法協114巻4号（1997年）414頁、6号（1997年）671頁などがある。また、機関権限分配秩序の考え方から、支配権争奪の局面においては、影響を与える新株発行を行ってはならない、とする慎重

背景を理論的に整理すれば、以下のようになるのではないかと考える。

#### (1) 裁判例法理としての射程の短さ

主要目的ルールは基本的に下級審裁判例の多数の集積によって成立しており、ほとんどが仮処分決定手続であって最上級審判断が存在せず、ルールとしては不明確であった。このような場合、基準として参照される裁判例が一義的には決まらないので、ルール自体曖昧模糊としている。論者によって参照する裁判例が決まらない以上、法理としての射程は長くなかったと考えるのが素直であろう。

#### (2) ルール廃棄コストとベネフィットの勘案

(1)のような説明にもかかわらず、実態としてはっきりはしないものの主要目的ルールと評される裁判例の集積があった場合、それを他の下級審が変更することには困難が伴う。最上級審の判断がない以上、イレギュラーな判断をした場合紛争当事者に与えるリスクは極めて高い。上級審で容易に覆されてしまう可能性は、相当程度ある。

他方、(1)のような状況にあって、主要目的ルールの内実は総合事情考慮に極めて近い状況にあった。このような場合、結論は買収者の属性や、当該第三者割当てを社会的に是認できるかといった要素を重視しつつ、通常対象会社を保護する方向に向かうであろう。このように、中身が確定していないものの（事実上はブラックボックスである）結論は妥当に導くことができる場合、一般論として大上段の議論を展開しなくとも結論の妥当性は担保できるし（裁判所の裁量が広い）、仮に一般論部分を上級審で変更された場合、結論は変わらないので審級コストが紛争当事者および裁判所に生じるのみである。そうであれば、従来の一般論と大差ないものを裁判例として出しておけば、ルール廃棄のコストもかからず適切である。要は、ルール廃棄のコストに見合うベネフィットが存

---

な考え方が、学説上有力であった。森本滋「新株の発行と株主の地位」論叢104巻2号（1978年）16頁、洲崎博史「不正な新株発行とその規制（2・完）」民商94巻6号（1986年）722頁以下、川浜昇「株式会社の支配争奪と取締役の行動の規制（1）」民商95巻2号（1987年）170頁など参照。松中・前掲注3）論文のそれらに対する分析も参照。

裁判例として少数ながら差止めが認められた事例として、東京地決平成元年7月25日判時1317号28頁（忠実屋・いなげや事件）、さいたま地決平成19年6月22日金判1270号55頁（大株主間に支配権に関する争いがある場合で、資金調達に矛盾があるなどした事例）が挙げられる。



にできなかったのである。

松中論文のルール抽出はきわめて巧みであるが、当該ルールを形成した個々の裁判例が、どの程度このような結論を自覚的に理解して決定を下したかは判断の難しい点である。<sup>7)</sup>

## 第2款 買収防衛策導入に際しての議論<sup>8)</sup>

ニッポン放送事件東京高決が出された前後から、日本でも本格的な敵対的企業買収の時代が到来したという評価が広まり、いわゆる買収防衛策について、米デラウェア州法を主として参考にしつつ、日本でも議論が始まった。

その際に、買収防衛策導入・発動の根拠のひとつとして有力に主張されたのが、対象会社従業員保護の目的であった。米デラウェア州法に沿い、また日本でもシェアホルダー・モデルが一般的であったことを併せ考えて、これを否定する見解も当初から存在したが、日本でも長らく維持されてきたと考えられていた終身雇用制のもと、労働経済学上の企業特殊的人的資本 (firm-specific human capital)<sup>11)</sup> 論を援用することによって、より社会科学的な根拠を与えようとする議論も有力に主張されていた。

7) ただし、松中論文が指摘するように、東京地裁民事第8部(商事部)で時期をおかずして複数の判決・決定が下されている場合には、商事部が自覚的に結論を振り分けた可能性は十分に考えられる。それらの現象を全体として見れば、江頭のような理解がより普遍的に妥当するとも評価できるのではないかと考える。

8) なお、会社法立案担当者の買収防衛策に対するスタンスとして、参照、相澤哲編著『一問一答新・会社法〔改訂版〕』(商事法務、2009年)213頁以下、相澤哲＝葉玉匡美＝郡谷大輔編著『論点解説 新・会社法』(商事法務、2006年)88頁以下、葉玉匡美「議決権制限株式を利用した買収防衛策」商事1742号(2005年)28頁。ただし葉玉の主張する買収防衛策には、批判が少なくない。

9) この根拠として援用されるのが、落合誠一「企業法の目的——株主利益最大化原則の検討——」岩村正彦ほか編『岩波講座現代の法7』(岩波書店、1998年)1頁以下である。ただし、周知の通り、落合の見解は、当時の時点では、なおステークホルダー・モデルに対するシェアホルダー・モデルからの批判が合理的であり、シェアホルダー・モデルが相対的合理性を有する、といった、慎重なものであった。参照、田中亘「ステークホルダーとコーポレート・ガバナンス：会社法の課題」神田秀樹＝財務省財務総合政策研究所編『企業統治の多様化と展望』(金融財政事情研究会、2007年)1頁以下。この点については、さらに第2編第4章で検討する。

10) たとえば、徳本穰『敵対的企業買収の法理論』(九州大学出版会、2000年)134頁。

11) 論者によっては「資本」ではなく「資産」(asset)「資源」(resource)といった言葉をあてる場合もある。あくまでも比喩のたぐいであって、会計書類上何らかの記載がなされる訳ではないのだから、言葉の差は重要でない。詳細は、第2編第3章を参照。もっとも、投下した費用の回収という文脈で理解するのであれば、「資本」というタームがもっとも沿いやすいとはいえるだろう。

これらの見解の基礎にあったと評価できるのが、経済学・経営学サイドの複数の論者による著名な論文・著書である。それらはたとえば、伊丹孝之や岩井克人、小池和男といった、日本の雇用システムに関する合理性を強く意識し、それらを理論的に説明しようとした論者によるものであった。また、本編第3章で検討するが、Shleifer = Summers の「信頼の裏切り」理論<sup>12)</sup>が援用されることも多かったように思われる。

これらのような見解のうち、労働経済学的な見地については、本編第3章で改めて検討することにするが、このような議論を援用して、(論者によっては部分的にと留保をつけるものもあったが) 従業員の利益を防衛策導入・発動の考慮要素に入れてよい、とした論者として、次のような研究者・実務家を挙げる<sup>13) 14)</sup>ことができる。

#### (1) 武井一浩

企業法務に造詣の深い弁護士の武井は、2003年段階で、日本企業の競争優位性を形成している従業員の「企業特殊的人的資源」が損なわれるとして、買収防衛策導入のひとつの有力な根拠としていた<sup>15)</sup>。

#### (2) 松井秀征

松井は、「株主の利益に付随して会社関係者の利益を考慮することは、アメリカの経験でも認められているところである。また、いくら終身雇用制を中心としたわが国の雇用構造が変化しているとはいえ、現時点で完全に従業員共同体的な性格がわが国の企業から消滅したとも考えにくい。そうであるならば、株主利益と『並列的』に、その他の会社関係者の利益を勘案することまでをも否定することは妥当ではないだろう。また、公益性の強い事業会社の場合に関

---

12) Andrei Shleifer & Lawrence Summers, *Breach of Trust in Hostile Takeovers*, in CORPORATE TAKEOVERS: CAUSES AND CONSEQUENCES (J. Auerbach (ed.), 1988), at 87.

13) なお、論者自身がそれに与するか否かの明示はないものの、当該問題を明確に指摘した初期の論稿として、吉原和志「敵対的企業買収と資本市場」商事1398号(1995年)21頁以下を挙げることができる。

14) なお、いわゆるステークホルダー理論を採用する論者については、注9)と同様に本編第4章で検討対象とする。

15) 武井一浩「商法改正と企業買収防衛戦略——ポイズンピルと日本型ワクチンプラン」ジュリ1250号(2003年)2頁、同「企業買収防衛戦略とは何か」武井ほか編著・前掲注2)1頁。

しては、経営判断の内容として、会社関係者の利益を保護することの正当性を認めやすいかもしれない」として、対抗策の考慮要素の一部にステークホルダーないし従業員の利益を勘案することを肯定していた<sup>16)</sup>。

### (3) 大杉謙一

大杉は、当該執筆当時の私見という限定がついているものの、「企業が付加価値を生み出す最大の源泉は、多くの日本企業においてはよく訓練され組織された従業員であると筆者は信じる」とし、かかる立場からの対抗措置は、手続的側面を中心として審査されるべきものとしていた<sup>17)</sup>。

## 第3款 評価

ここまでとりあげた見解からもわかるように、防衛策導入・発動の根拠として従業員の地位・処遇を援用する見解にも、少なからず温度差が存在する。人的資本概念に全面的に依拠しているものから、企業全体、あるいは株主の利益と併存する限りにおいて考慮するとするものまで、レベルは様々である。

また、確認しておきたいこととして、株主の利益に抵触しない限りにおいて従業員や他のステークホルダーの利益を加味する、という考え方は、決してシェアホルダー・モデルから逸脱したものではない。株主利益最大化というテーゼと、その他のステークホルダーの利益最大化というテーゼは、相互に排他的な関係にあるものではない<sup>18)</sup>。シェアホルダー・モデルは、例えば、株主のパイ

16) 松井秀征「敵対的企業買収に対する対抗策の基礎」武井ほか編著・前掲注2)181頁、203頁（初出：立教法学63号）。

17) 大杉謙一「敵対的買収と防衛措置の法的効力に関する一試論」小塚莊一郎＝高橋美加編『商事法への提言』（落合選歴，商事法務，2004年）469頁，505頁。もっとも，労働者利益を独立した保護法益と考えることは妥当ではない，ともする（515頁）。株主の利益などと併せた形での保護法益としてはとらえることが可能であるという文脈であるから，松井のスタンスに比較的近いものと考えられる。

現代の大杉のスタンスは，例えば「『会社は株主のもの』の意義」MARR2010年7月号10-11頁に表れているが，前稿と矛盾するものではない。

18) これは，「シェアホルダー・モデル」「ステークホルダー・モデル」の論者による用語法のズレとも相まって，無用の混乱を引き起こした観も否めない。いわゆる「シェアホルダー・モデル」を絶対的な株主第一主義（shareholder-orientation）と理解するのは，本文でも述べるように必然の結論ではないのである。たとえば，企業価値報告書では，「会社は誰のものか」という意識の変化について，「ステークホルダー全て」という支配的見解から株主中心主義への移行を指摘しているが，これは株主以外のステークホルダーの利益を一切排するという意味で用いられる用

は増大しないが、ステークホルダーのパイは増大し、両者のパイの総和が増えるような、(比喩的にいえば)パレート改善の余地がある場合に、株主がそれに反して行動することを積極的に認める議論ではないのである。

ただし、これらの議論の難点は、これからの慎重論・批判説の指摘するとおり、実証的根拠が十分に存在しない点である。本稿のように対象会社従業員の地位を再検討する論稿においても、この観点が全く欠落することは許されない。

## 第2節 慎重論・批判説の台頭

### 第1款 森田果の指摘

このような防衛策導入に従業員の地位・処遇を理由として援用する見解に対して、慎重・冷静な見方をしたひとりが、森田果である。

森田は、アメリカにおける議論の動向を検討した後、ファイナンスサイドから<sup>19)</sup>実証研究をフォローした<sup>20)</sup>論稿において、株価を基準とする企業価値には間接的に企業特殊的人的資本が反映されていることを的確に指摘し、またそのような資本を仮に想定したとしても、なお企業買収におけるシナジーがそれらの不利益を覆ってあまりあることも併せ指摘した。そして、仮にそのような企業特殊的人的資本概念が企業の存続に重要な役割を果たしているとするならば、対象会社経営陣が株主に説明すべき義務がある、とした、いわば「慎重論」を展開した。

### 第2款 田中亘論文

企業特殊的人的資本等の概念は、労働経済学上通説的な見解を維持しているが、一方でこれらの議論の実証的裏付けは、必ずしも明らかでない状態にあっ

---

語法ではないことが明らかである。企業価値報告書第1章4(1)参照。本編第4章でも再度確認する。イギリスが「賢明な株主価値 (Enlightened Shareholder Value)」モデルに立ちながら、ステークホルダーへの配慮を鮮明にしているようにみえることについては、後述第3編第6章を参照。

19) 森田果「企業買収防衛策をめぐる理論状況」武井ほか編著・前掲注2)209頁。

20) 森田果「ファイナンスからみた企業買収」武井一浩＝中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略Ⅱ』(商事法務、2006年)225頁(初出：商事1728号)。

た。また、「信頼の裏切り」理論にも、理論的・実証的裏付けが十分でないという脆弱性があった。にもかかわらず、日本の学説がこれらの議論に依拠して自説（防衛策肯定説）を展開する姿勢を批判したのが、田中亘の論文<sup>21)</sup>であった。

田中の論稿は、当時買収防衛策導入に当たって援用された種々の議論について、その（社会）科学的妥当性を検証する、一定程度網羅的なものであったが、その中で採り上げられたイシューのひとつが、企業特殊的人的資本、および「信頼の裏切り」論の再検討<sup>22)</sup>であった。

彼の議論の特徴は、「信頼の裏切り」論を構築した一方の論者である Shleifer が<sup>23)</sup>、その後の別の実証研究にかかる共同論文で、自己の「信頼の裏切り」論と整合的でない結果が出たことを認めていながら、そのことが十分に日本で認知されていないことの指摘と、当該実証研究を措くとしても、なお理論的にも「信頼の裏切り」論の構造が十分でないことの二段構えの構造をとった点にある。日本の商事法・会社法学における実証研究の不十分さは、一部論者にとっては既に共通了解となっていたものの、なお今日に至るまで、普遍的な認識（危機意識）を得るところではないようにも思われる<sup>24)</sup>。しかし、仮に理論的な側面に絞っても、彼の厳しい指摘の正当性は疑うべくもなかった。

### 第3款 小括

田中の問題意識は主として前者にあったというのは、邪推かも知れない。しかし、彼自身は日本において「信頼の裏切り」論が成立する可能性を全否定し

21) 田中亘「敵対的買収に対する対抗策に関する覚書」武井＝中山編著・前掲注20)245頁（初出：民商131巻4・5号、同6号）。以下本章において田中「覚書」として引用する。引用ページ数は前掲注20)書とする。

22) なお、この点については現在異論をみないところと思われるが、市場の株価決定の局面においては、「長期的利益」「短期的利益」の区別に理論的合理性が認められない、と明確に指摘した点も、特徴として挙げられる。田中「覚書」290頁以下。

23) Sanjai Bhagat, Andrei Shleifer & Sobert W. Vishny, *Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization*, 1990 BROOKINGS PAPERS ON ECONOMIC ACTIVITY MICROECONOMICS 1-84 (1990).

24) 2009年私法学会商法パートのシンポジウムの開催も、その証左ではなかろうか。山下友信「シンポジウムの目的」商事1874号（2009年）4頁、田中亘「総論——会社法学における実証研究の意義」同号5頁。

ている訳ではない。<sup>25)</sup> 理論的に狭隘な道を辿るものであっても、客観的なデータと整合的な解釈が整えば、当該理論が成立する可能性は絶えずある。むしろ、その一見狭隘な理論自体が、最も真実に近いものの一つだということになる。

問題は、統計学者や計量経済学者のように、数値的データからいかなるストーリー（仮説）が成立するか、あるいはデータ相互の整合性をうまく説明できるか、その理論付けをする能力を、本稿筆者も含めた法律学者の相当数があるにないことにある。

### 第3節 企業価値研究会の立場

#### 第1款 企業価値報告書

企業価値研究会<sup>26)</sup>のスタンスについては多数の検討があり、屋上屋を重ねることとはしないが、本稿に関わる企業価値報告書段階<sup>27)</sup>の特徴としては、「企業価値」概念自体を定義することをしなかった点が挙げられる。そこでは、防衛策の合理性の判断基準として、「企業価値を損なう買収提案を排除するものであれば認められるべきであるが、反対に企業価値を高める買収提案は排除しないという基準」（企業価値基準）が示されている。なお、いわゆる「買収防衛策に関する指針」<sup>28)</sup>では、企業価値について「会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度をいう」とし、株主共同

---

25) ただし、田中自身がなお批判的なスタンスを崩していないことも併せて、同「企業価値研究会報告書の検討——デラウエアの影、そして影との戦い——」商事1851号（2008年）4頁を参照。理論的に狭隘であり、かつ実証的裏付けもないというのであれば、基本的に疑問のスタンスを維持するのはむしろ当然の理である。

なお、若干古い時期の統計を対象とした分析であるが、久保克行＝齋藤卓爾「従業員の処遇は悪化するのか——M&Aと雇用調整」宮島英昭編著『日本のM&A——企業統治・組織効率・企業価値へのインパクト』（東洋経済新報社、2007年）175頁、193頁以下は、1990年度から2003年度までの統計を基に、「日本の合併においてシュライファーらが言うところの信頼の破壊は観察されなかったといつてよいであろう」と結論づける。

26) なお、企業価値研究会が経産省経済産業政策局長の私的研究会として発足したことについて、日下部聡「企業社会における公正なルール形成を目指して——企業価値報告書と指針策定の問題意識」別冊商事法務編集部編『企業価値報告書・買収防衛策に関する指針』（別冊商事法務287号）1頁以下参照。

27) 企業価値研究会「企業価値報告書」前掲注26)17頁以下所収。

28) 経済産業省・法務省「企業価値・株主共同の利益又は向上のための買収防衛策に関する指針」前掲注26)121頁以下所収。

の利益を「株主全体に共通する利益の総体をいう」としている。これは、基本的に企業価値報告書の内容に沿った定義と評価できる。<sup>29)</sup> また企業価値報告書では、企業価値を「換言すると、会社が生み出す将来の収益の合計のことであり、株主に帰属する株主価値とステークホルダーなどに帰属する価値に分配される」<sup>30)</sup> としている。

## 第2款 「在り方」

「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」<sup>31)</sup> では、この表現に微修正が加えられ、企業価値とは「概念的には、『企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値』を想定するもの」とされている。

企業価値研究会に参加した当局者は、座談会<sup>32)</sup>において、「大切なのは、『株主共同の利益の確保・向上に適わない場合にもかかわらず』と記載されている点です。株主は、リスクを取って、お金を投資しているわけですから、会社が失敗することを願っているはずがありません。だから、投資家サイドとしても、『従業員は大切、取引先は大切』ということは十分理解しているわけです。なぜなら、これらの方々がきちんと働いてくれて企業価値を増やしてくれなければ株主への還元はできないわけですから。」とし、「たとえば、『今、従業員への報酬の支出が大切なのです、なぜならば、この人たちを会社にとどめることによってこのように将来のキャッシュフローの流利が高まりますから』といった議論、これは、繰り返しますが、数量的に示すのが難しいということは承知していますが、経営者側としては、そういう考え方の枠組みの中で、株主・投資家サイドとコミュニケーションを取り、M&Aの帰趨を議論するという姿勢が必要になるという考え方」を含んでいると説明する。この点には同席者の神

29) 企業価値報告書第2章第2節3参照。

30) 企業価値報告書同所参照。

31) 経済産業省ウェブ <http://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g80630a01j.pdf> にて入手可能。以下単に「在り方」と呼ぶ。

32) 神田秀樹ほか「〈座談会〉企業価値研究会報告書と今後の買収防衛策のあり方〔上〕」商事1842号（2008年）8頁〔新原秀朗発言〕。



田秀樹座長を含め異論が提起されておらず、一定程度のコンセンサスがとれていることが推認できる。

### 第3款 小括

企業価値研究会が公表した複数の報告書に見られるスタンスは、それまでの議論の展開を踏まえた上で、一定程度コンセンサスのとれた、法的にも合理性のある立場であると評価できる。<sup>33)</sup>

しかしながら、経営陣が株主サイドに対して、どの程度詰めて従業員の効用を説明できるか、という点においては、十分に説得的な立場ではない、という批判は成立しうるところである。本稿筆者の既存の論稿もまた、このような批判を避け得ないスタンスであるが、客観的に企業の状態（動態）を観察可能な指標は、株価や種々のオン・バランスなものに限られる。それ以外のオフ・バランスな指標は、基本的に観察可能（observable）ではないし、仮に外的な何らかの要素を基軸として「観察」自体は可能であるとしても、その存在や効用を裁判所に証明可能（verifiable）か否かはまた別の問題である。裁判所において立証可能とは限らないオフ・バランスの効用「のみ」を根拠として、例えば買収防衛策の適法性を正面から争うことは、少なくとも法務の立場からは相当危険な戦略である。通常の場合、何らかの客観的指標を援用した上で、従業員（や他のステークホルダー）の存在自体が企業のメリットであるとして、他のわかりやすい資料と併せ用いる形態で、買収防衛策の適法性を主張することになるであろう。

企業価値研究会のスタンスは、基本的に上述のような限度でステークホルダーの利益を加味するという考え方だと整理できる。しかし、その内実が完全に社会科学的に裏付けられているかと問われれば、そうではない。一定程度で現場の主張に与しつつも、いわばその説明責任は、疎明とのレベルの差はとも

---

33) ただし、あるべき姿としてデラウェア州法を想定する姿勢は、批判的検討の対象とすることが建設的であろう。田中・前掲注25)論文を参照。

34) 第1編第1章第3節参照。

かくとしても、負担させるスタンスである<sup>35)</sup>と評価できる。

## 第4節 現在における議論の位相

### 第1款 総説——現在の問題関心

金融危機以後、一時活況を呈していた労働市場の冷え込みが厳しくなっている。「雇用なき景気回復」という用語が頻用される今日、従業員（労働者）の雇用にかかる法律問題と、コーポレート・ガバナンスを中心とした企業にかかる法律問題、そして隣接経済学分野である、労働経済学（人事／組織の経済学）、法と経済学といった分野との相互関係の調整を模索する試みが少なくない。

もっとも、その多くは、雇用法制と経済学との関係を検討したものである。解雇権濫用法理を中心とした雇用法制が労働市場にいかなる影響を与えているのかは、比較的明らかになってきている観がある。結論だけを述べてしまえば、解雇権濫用法理が保護する正規労働の従業員との期間の定めのない労働契約、つまり従来型の終身雇用制が企業にとって重荷になることから、有期雇用や非正規雇用の従業員（労働者）へのシフトが進み、またヨーロッパでは長年問題となってきた、若年層の失業・不採用の問題が顕在化してきたとされている<sup>36)</sup>。また、表面的には自己都合退職であるが、実際には退職を強要されたケースも少なくないものとみられている。さらに、形式上は解雇よりは穏健な方法であるが、労働条件を不利益変更することにより、人件費などの抑制につなげていることもしばしばあるようである。

35) 疎明レベルで済むという仮処分手続における立証ルールを修正し、本証・反証レベルに切り替えるのは実務上至難である。詳しくは、本章の注6)を参照。

36) ただし、これもよく指摘されることであるが、若年層の場合自発的離職者の割合が極めて高いため、若年層の不就労の原因を一般的に法制や企業側の問題とすることは適切でない。統計データの分析も、容易ではない。

また、雇用市場で正規従業員から非正規従業員への人材シフトが進むのは、正規従業員と非正規従業員との間で「同一価値労働同一賃金」が達成されていないからでもある。当該理念が存在するヨーロッパの国家でも若年層の就労問題がある以上は、この正規・非正規従業員の労働条件格差に関する問題も、ともに検討する必要がある。

正規従業員から非正規従業員への雇用シフトは、「暗黙の契約」論や企業特殊的人的資本論によれば、企業の合理的な行動とは考えにくいことは本編第3章で検討するが、労働法と商事法とが複雑に入り組んだ日本法制を理解するためには、不可避の論点であると考ええる。

## 第2款 解雇法制の経済学的分析の現状<sup>37)</sup>

ただし、このような法制の経済学的分析は、必ずしも成功していないようにも思われる。論者の分析対象となっている解雇法理は、ほとんどの場合整理解雇法理に限定されているからである。

整理解雇法理は、解雇権濫用法理の中でもルールが明確化され、事実上解雇権濫用法理の特別類型として独立して考察することが可能な状態になっている。もっとも、いわゆる4つのファクターを要件と考えるか、要素と考えるかについては、論者や裁判例によって見解の異なるところであるが、少なくとも分析基軸として4つのファクターがあることは、ほとんど異論のないところである。

しかしながら、解雇権濫用法理の経済分析として、整理解雇法理「のみ」を検討することは不十分である。解雇権濫用法理は現在労働契約法16条に明文があるが、これは判例法理として確立する過程でも、その理論的構成は一般法理としての権利濫用法理を労働法学・実務上一定程度整理したものに過ぎず、元来その分析に必要なファクターはきわめて多数にのぼる。

たしかに、その現実を直視するとき、議論の対象を整理解雇法理に限定することは、一定程度の合理性がある。そのような限定をなさなければ、精緻な実証分析をなすことがきわめて困難だからである。しかし、そこから得られた帰結が、例えば日本においては当該法理が外部労働市場の発達の阻害要因となっており、先述したように解雇以外の手段による労働条件・市場へのデメリットを生じている、というものであっても、それは解雇権濫用法理全般をテストしたことにはならない。それ故、通常の労働法学者からすれば、それは十分説得的な実証分析になっているとは評価されないのが通常であるように思われる。

解雇法制の経済学的分析には、経済学的分析においては当然の事理であるが、①理論経済学からのアプローチと、②実証分析からのアプローチの両様が存在する。しかしながら、上述した解雇権濫用法理を構成する要素の広範さ故に、②のアプローチは十分な成果を上げていないように思われる。他方、①におい

---

37) 詳細は、本編第3章で改めて論じる。

では、本編第3章で確認するように、国際的な年功賃金カーブと事実上の定年システムの存在を理論づける立場が有力であるが、これに解雇権濫用法理を中心とする労働法制がいかなる影響を与えているかについては、十分に検討が進んでいない。

これまで、当該問題に取り組んできた論者としては、中馬宏之、大竹文雄、常木淳らをあげることができる。このうち、中馬の先駆的な論文は、現在においては議論の道筋が十分現実的な仮定に基づいていない点を特に批判されることとなり、より一般的な理論枠組みを検討するのが主流となりつつある。<sup>38)</sup>

### 第3款 相互対話による議論

法制度がいかなる経済学的な外部性を有するかについては、理論的にありうる可能性をあぶり出した上で、その仮説を実証分析によって検証づけるのが合理的な手法である。しかしながら、従来の労働経済学的分析の結論であった、年功賃金と定年システムは先進国にとって一定程度普遍的であったという議論は、基本的に法がなくとも同じようになる、という前提を措定していた。そこでは、法があってもなくても、同様の効果が生じるとされていたのであった。

現在の理論経済学は、法と経済学の観点から、相当程度法システムに踏み込んで検討されている。しかし、その実証分析的検証が、変数の設定も含めてきわめて難度の高い作業であって、またそこで利用されるべき変数の選択方法も、検討対象とする裁判例の範囲などの問題とも相まって、一定していないのが現状である。

このような現状を直視して、近時は（法と）経済学者と（労働）法学者による共同著作がよく見られるようになっていく。これは、建設的な議論を探る動きとして、積極的に肯定されてよい。また、近時はコーポレート・ガバナンスとの密接な関係も意識され、意欲的な会社法学者や制度の経済分析を得意とする経済学者も含め、より広い視野からの議論もなされている。

---

38) 本章第3節も併せて、詳細は本編第3章第2節で概観する。

#### 第4款 小括

ただし、本稿もそのような異論を避けられない内容に属するものと思われるが、かかる経済分析と労働法学とは基本的にマッチしない、という発想にも、根強いものがある。労働法制は契約交渉における使用者・労働者間の地位的な優劣を意識し、それ以外でも労働者保護を強く打ち出しているため、一旦付与・獲得された権利の不利益変更の制限など、契約自由の原則は労働法規において多数修正されている。一方、古典的な経済学からみれば、通常法制度はごく例外的な運用が指定されており、経済学的に不合理な規制は廃止すべき、というのが理念型である。

この交錯分野を扱う最新の議論は、かかる立場が必然ではなく、あるいはしばしば修正をかける必要があるという現実を直視し、相互対話によって相手方の立場を反映させ、より緻密で現実に即した学術分析をなさそうとしている。そのような動きは、法律学サイドからすれば、より客観的な合理性が担保された法システムの設計が望ましいという立場、経済学サイドからすれば、既存の法システムの経済的合理性を再認識し、また労働実務分野における法システム廃棄のコストがきわめて高くつく可能性を認識する立場、と整理することができるかもしれない。

このような企業統治および雇用市場に関する、法と経済学的分析の詳細は、本編第3章第2節で論じることとするが、学問領域内での深化と同等以上に、学際的な領域間での相互対話による議論は、問題の実質を把握し、より実効的な解決をなす上で有益であるといえる。

#### 第5節 まとめ

##### 第1款 本章の整理

以上、ごく大づかみに、学説の展開を見てきた。従来の議論展開は、次のように再整理できようか。

初期においては、日本型雇用慣行の特殊性とメリットが強調されたため、従業員への地位・処遇を積極的に買収防衛策導入の根拠に援用する議論が比較的有

力であった。しかし、科学的客観性への疑問から、十分な根拠がないままの議論展開に対する警鐘がなされ、学界も大筋でこれを受け容れた。企業価値研究会はこれらの立場を一定程度止揚（中性化）する意味合いで、あくまでも経営陣が合理的に株主に対して説明できることを前提に、従業員の処遇やメリットを一切勘案すべきでないという立場を採らず、株主の納得が得られれば防衛策まわりで援用することは可能である、という立場を採っている。

企業価値研究会の立場は、一定程度経営実務や経営学の立場を反映している、と評価してもよいかもしれない。数値として可視的でない要素を取り込むことを是認する立場でありながら、それを企業の株主価値最大化の観点から捉えても正当化できることを認めるスタンスは、極めて現実を直視した視点と云える。

近時の学問領域横断的検討は、各学問領域で縦割りのように検討されていた 이슈を、複数の学問領域にまたがるという現実ののちについて、相互交流によってより詳細かつ有益に分析・理解することを狙っている。このようなアプローチは、法律学と経済学の交錯・融合分野一般に対する試金石としての意味も有するであろう。

## 第2款 従業員を議論の中心に据えることの難点

本稿が以前の研究ノートで論じたのは、企業買収<sup>39)</sup>の対象会社従業員が、対象会社のキャッシュフローにポジティブな影響を与えている理論的な可能性の整理であった。しかし、仮に企業のキャッシュフローに対して従業員の存在がポジティブに作用しているとしても、次のような課題を無視することはできない。

### (1) 企業買収「全体」を見ると企業価値が高まっている可能性が高いこと

公開買付価格はその時点での市場価格を上回る。仮に従業員の存在が公開買付以前の対象会社のキャッシュフローに有意にプラスの影響を与えているとしても、公開買付価格が従来の株価を上回る以上、少なくとも応募した株主が得

---

39) 拙稿「企業価値と株主の評価——類型化による問題点の整理——」法政76巻1・2号（2009年）61頁。

るプレミアムを過小評価することはできない。アメリカにおける実証研究は、会社を株主と他のステークホルダーに帰属する価値総体としての企業価値概念を採用しても、なお「全体として」みれば、企業買収は一般に効率的であることを示している。単に従業員保護のみを理由として買収防衛策を導入・発動することが経済合理的でないとするならば、少なくとも企業価値研究会の立場から見ると、当該買収防衛策は適切でないことになる。また、ステークホルダーの利益に配慮する立場でも、松井のようなスタンスであれば、このような防衛策の導入・発動は必ずしも認められないことになる。

私の前稿のようなスタンスは、基本的にこの点に配慮したものであるが、企業価値を株主価値とステークホルダーに帰属する価値に二分するとしても、総体としての企業価値が低くなるケースが僅少であるならば、議論の実益がない可能性が高い。

## (2) 分配の公正性の援用が困難であること

また、企業価値がカルドア・ヒックス型の効率性のみで把握できれば足りる、という考え方は、基本的にそれ以外の価値基準は明確でないということを前提に、一応の基準として効率性を持ち出すことが多い。このことにとどまらず、いわゆる分配の公正性をも重視するのであれば、公開買付価格が市場価格より高いことから株主が買収者に株式を売却することによって発生するプレミアムは、株主が独占する必然性はない、という説明も、あるいは可能かもしれない。<sup>40)</sup>しかし、その場合、当該プレミアムに従業員のみに対してどのような理由で、<sup>41)</sup>どの程度分配すればよいかは、全く不明確である。基本的には、効率的経営の実現により発生したキャッシュフローを、その時点において従業員に分配することが正当化できるのみである。

---

40) 第1編第1章第3節で展開した試論は、この可能性を模索するものであった。

41) 理由については一応第1編第1章第3節で展開したとおりであるとしても、分配の基準はほぼ算定不可能である。企業特殊的人的資本の客観的価値を測定することは、当該企業の現状を詳しく知っていなければ不可能である。



### 第3款 本稿の課題——既存の議論を踏まえて

近時でも、企業買収あるいはM&Aと対象会社従業員との関係については、なお理論的にも不分明な点があるとの指摘がなされている<sup>42)</sup>。これまでの議論の中心は、あくまでも敵対的企業買収において防衛策・対抗策を導入するに当たって、従業員の保護を全面に出し、あるいは並列的な目的として提示することが、理論的・実証研究的に必要な不可欠なものか、という点にあった。

現在の理論水準はそれらを超えて、商事法学・労働法学と理論経済学・計量経済学の双方対話を通じて問題を整理するところまで来ているが、前述の通り、本稿筆者が可能なのは、既存の理論を整序することとケース・スタディに限られる。

その限定された範囲において、本稿がまずもって行わなければならないのは、従来のサーベイのうち、本稿筆者の能力をもってしても疑問を呈することができる部分について、微修正・アップデートを行うことである<sup>43)</sup>。

また、文字通り法領域が交錯する分野においても、一方が他方に適用法としての地位を明け渡すことは必然の結論ではない。法目的が異なり、要件が異なり、効果が異なる以上、両者がオーバーラップして適用されることは、むしろ自然の成り行きである。しかしながら、両者がどのように相補的な関係を構築し、あるいは優先劣後して適用されるかは、一定程度掘り下げた検討を行わなければ明らかにならない。これが本稿の課題のいまひとつである。この課題は、

42) 西村高等法務研究所『M&Aの新展開——三角合併解禁を契機として——』（商事法務、2008年）1頁以下〔落合誠一〕（ただし、ステークホルダー一般を意識した議論であることに注意）。

43) たとえば、田中「覚書」288頁が依拠するRosettの研究は、あくまでも「労働組合」が高い賃金を勝ち取ったという内容であって、現在の日本・アメリカにおける労組組織率の低下傾向に鑑みれば、理論上当該制度が人員削減・賃金引下げ以外での効率化の達成やそのプレミアムに与る可能性が担保されているというだけでは、現実の従業員保護に欠ける可能性は否めないと思われる。このような旧来の議論に対する本稿筆者の批判的分析は、集团的労使関係法が必ずしも十分に機能していないという社会の「実態」を踏まえて、理論的な割り切りで修正をかけようとするアプローチである。

もっとも、本稿が念頭に置くのも、あくまで旧来型の終身雇用制によって労働契約を締結した、正規労働の従業員である。日本における労働市場が若年層の新規採用を抑制するなど、望ましくない方向に向かいつつあるのは経済分析上相当程度明らかになってはいるが、その分析が学問的批判に耐えうるものとは必ずしも言い難い。ここでは、少なくとも理論的に明確な存在として検討対象に据えられる、正規雇用の従業員を念頭において、従来の外国や日本においてなされた議論を日本化・現代化することに主眼を置くこととする。

法適用の交錯が起こる状況を正確に把握する必要があるものの、その状況把握が正しければ基本的に経済学者との対話は必然ではない。しかし、少なくとも状況把握に必要な基礎理論を、必要な程度以上理解した上で論を進めることは必須である。本稿が相当程度の分量を、理論経済学の整理に充てることになるのはそのためである。

(未完)